

**UNIVERSIDAD DE SANTIAGO DE COMPOSTELA**  
**FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y EMPRESARIALES**  
**Departamento de Economía Financiera y Contabilidad**

**CONTABILIDADE DE INSTRUMENTOS DERIVADOS**  
**ESTUDO DA INFORMAÇÃO DIVULGADA PELAS EMPRESAS PORTUGUESAS**

Tesis presentada para la obtención del grado de doctor por:

Kátia Cristiana Matos Ribeiro Lemos

Dirigida por:

Profesor Doctor Lázaro Rodríguez Ariza

Catedrático de Economía Financiera y Contabilidad

Profesora Doctora Lúcia Lima Rodrigues

Profesora Titular de Ciencias Empresariales

ISBN 978-84-9887-833-2 (edición digital PDF)



**UNIVERSIDAD DE SANTIAGO DE COMPOSTELA**  
**FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y EMPRESARIALES**  
**Departamento de Economía Financiera y Contabilidad**

**CONTABILIDADE DE INSTRUMENTOS DERIVADOS.**  
**ESTUDO DA INFORMAÇÃO DIVULGADA PELAS EMPRESAS PORTUGUESAS**

Tesis presentada para la obtención del grado de doctor por:

Kátia Cristiana Matos Ribeiro Lemos

Dirigida por:

Profesor Doctor Lázaro Rodríguez Ariza

Catedrático de Economía Financiera y Contabilidad

Profesora Doctora Lúcia Lima Rodrigues

Profesora Titular de Ciencias Empresariales

Tutora:

Profesora Doctora Beatriz Aibar Guzmán

Profesora Titular de Economía Financiera y Contabilidad





D. LÁZARO RODRÍGUEZ ARIZA, CATEDRÁTICO DE ECONOMÍA FINANCIERA Y CONTABILIDAD DE LA UNIVERSIDAD DE GRANADA Y DÑA. LÚCIA MARIA PORTELA DE LIMA RODRIGUES, PROFESORA TITULAR DE CIENCIAS EMPRESARIALES (ESPECIALIZACIÓN EN CONTABILIDAD) DE LA UNIVERSIDAD DO MINHO Y DÑA. BEATRIZ AIBAR GUZMÁN, PROFESORA TITULAR DE ECONOMÍA FINANCIERA Y CONTABILIDAD DE LA UNIVERSIDAD DE SANTIAGO DE COMPOSTELA

CERTIFICAN que Doña Kátia Cristiana Matos Ribeiro Lemos ha realizado bajo su dirección el trabajo de investigación titulado “*Contabilidade de Instrumentos Derivados. Estudo da informação divulgada pelas empresas portuguesas*” y consideran que este trabajo reúne las condiciones necesarias para ser presentado y juzgado como Tesis Doctoral y, por tanto, para optar al grado de Doctor en Ciencias Económicas y Empresariales.

Santiago, mayo de 2011

Os directores,

Fdo.: Prof. D. Lázaro Rodríguez Ariza

Fdo.: Prof. D<sup>a</sup>. Lúcia Lima Rodrigues

A tutora,

Fdo.: Prof. D<sup>a</sup>. Beatriz Aibar Guzmán



**Ao Guilherme**

**À minha família**



## **AGRADECIMENTOS**

Ao longo da realização desta investigação, foram muitas as pessoas que, de uma forma ou de outra, contribuíram com o seu apoio e incentivo para que a mesma se concretizasse. A todas elas expresso aqui o meu sincero agradecimento.

Ao Prof. Doutor Lázaro Rodríguez Ariza e à Prof. Doutora Lúcia Lima Rodrigues, orientadores desta tese de doutoramento, pelos seus valiosos contributos, pela confiança e liberdade proporcionada na condução desta investigação e também pelo carinho, amizade e total disponibilidade.

À Prof. Doutora Beatriz Aibar Guzmán, tutora desta tese, pela amizade e apoio que sempre demonstrou. Este agradecimento é extensivo à Prof. Doutora Isabel Blanco, Directora do Programa de Doutoramento, e à Prof. Doutora Cristina Aibar Guzmán. A todas agradeço, ainda, a partilha de conhecimentos e experiências na primeira fase da minha investigação.

Ao Instituto Politécnico do Cávado e do Ave e à Escola Superior de Gestão pelo apoio institucional recebido e pela oportunidade de usufruir do Programa de Apoio à Formação Avançada de Docentes do Ensino Superior Politécnico (PROTEC), o que permitiu uma maior dedicação a este trabalho.

Ao Senhor Presidente do Instituto Politécnico do Cávado e do Ave, Prof. Doutor João Carvalho e ao Director da Escola Superior de Gestão, Mestre Agostinho Silva, pela forma como sempre apoiaram e incentivaram este doutoramento.

À Prof. Doutora Maria José Fernandes, Presidente do Conselho Técnico-Científico da Escola Superior de Gestão e Directora do Departamento de Contabilidade e Fiscalidade, pela amizade e constante preocupação e incentivo demonstrados desde o início desta investigação.

A todos os meus colegas e amigos da Escola Superior de Gestão, sem distinção, o apoio manifestado ao longo desta tese, ainda que mencione alguns que, de forma particular, contribuíram para a sua realização: Lurdes Silva, José Manuel Pereira, Miguel Silva e Ricardo Oliveira, pelo espírito de partilha e colaboração; Cláudia Cardoso, pela sua total disponibilidade e troca de conhecimentos sobre o tratamento e análise de dados em painel, com recurso ao *software* estatístico STATA; Jorge Mota e Patrícia Quesado, colegas de doutoramento e “companheiros de aventuras pelos Caminhos de Santiago”, pelo ambiente descontraído que proporcionaram do princípio ao fim desta jornada.

Um agradecimento especial a cinco amigas especiais, que acompanharam este trabalho desde o primeiro dia: Cláudia Mendes, Teresa Costa e Eva Miranda, companheiras na mesma luta que, num esforço conjunto, desde sempre me animaram e apoiaram. Uma palavra ainda muito especial para Sónia Monteiro e Verónica Ribeiro, sempre presentes em todos os momentos deste trabalho, pela partilha de conhecimentos, ideias e opiniões e pela contínua motivação e apoio. A todas agradeço a sua amizade incondicional.

Por último, mas não menos importante, agradeço à minha família: ao meu pai, à minha mãe, à minha irmã e ao meu sobrinho, pela força e constante ânimo em todos os momentos, os bons e os menos bons; ao meu marido, Guilherme, que, com muito amor, paciência e compreensão é sempre o alicerce, sólido e inabalável, da minha vida. A eles dedico esta tese.

## RESUMO

A presente tese é dedicada ao estudo da divulgação de informação, sobre instrumentos derivados e seus factores determinantes, por parte das empresas portuguesas.

Definimos, como principais objectivos de investigação: identificar a extensão de divulgação, relativa a instrumentos derivados, apresentada pelas empresas portuguesas, analisar a evolução no nível de divulgação e identificar os seus factores determinantes.

Para o efeito, analisámos a informação divulgada pelas empresas cotadas em bolsa, durante o período de 2003 a 2009, e pelas empresas pertencentes ao sector bancário e ao sector segurador (doravante identificadas como empresas financeiras), durante o exercício de 2009.

No que concerne aos factores determinantes, procurámos averiguar, à luz das Teorias de Sinalização, da Agência, de *Proprietary Costs*, de Legitimidade e Institucional, se determinadas características empresariais têm influência na extensão de informação divulgada. Assim, tendo, também, em consideração os resultados obtidos por outros autores, analisámos a influência, na informação divulgada sobre operações com instrumentos derivados, do tamanho da empresa, da concentração de capital, da participação dos órgãos de administração e fiscalização no capital da sociedade, do nível de rentabilidade e de endividamento, da percentagem de directores independentes no Conselho de Administração, da divulgação de informação sobre actividades de investigação e desenvolvimento, da qualidade do auditor externo, do facto de a empresa ter procedido a um aumento de capital durante o exercício em análise, da existência de sistemas de incentivos baseados em acções, do sector económico onde a empresa se insere, do rácio *market-to-book value*, da notoriedade da empresa e do exercício económico [anterior ou posterior à adopção do normativo do *International Accounting Standards Board* (IASB)].

O processo de investigação teve início com a realização de uma revisão da literatura, que serviu de base para definir a metodologia de investigação, elaborar as questões de investigação e definir as hipóteses a comprovar.

Como metodologia de investigação, recorreremos ao paradigma positivista, com recurso aos métodos quantitativos para tratamento e análise de dados. Recorreremos à análise de conteúdo, como técnica de recolha de dados, classificando a informação recolhida em atributos, de forma a quantificá-la e medir a extensão de divulgação. Para o efeito foram construídos dois índices de divulgação, tendo em consideração as exigências contidas no normativo do IASB ( $ID_{IASB}$ ) e as recomendações de divulgação emitidas, em conjunto, pelo

*Basel Committee on Banking Supervision* (BCBS) e pela *International Organization of Securities Commissions* (IOSCO) (ID<sub>Basileia</sub>), respectivamente.

A investigação foi efectuada em duas etapas, definidas a partir das empresas objecto de análise: na primeira etapa de investigação, foi analisada a informação divulgada pelas empresas cotadas na *Euronext Lisbon*, durante o período de 2003 a 2009, num total de 355 observações; e, na segunda etapa de investigação, foi analisada a informação divulgada pelas empresas financeiras, durante o exercício de 2009, num total de 73 observações.

Assim, para as empresas cotadas em bolsa, aplicámos o índice de divulgação elaborado com base no normativo do IASB e efectuámos, numa primeira fase de investigação, uma análise da extensão de divulgação e da evolução no nível de divulgação. Posteriormente, numa segunda fase, procedemos à identificação dos factores determinantes do nível de divulgação, através de uma análise univariada e multivariada, com recurso ao tratamento de dados em painel.

Para as empresas financeiras, aplicámos, numa primeira fase, o índice de divulgação elaborado de acordo com o normativo do IASB, às empresas pertencentes ao sector bancário e ao sector segurador, e analisámos a informação divulgada, identificando os seus factores determinantes. Posteriormente, numa segunda fase de investigação, aplicámos o índice de divulgação elaborado com base nas recomendações do BCBS e da IOSCO, apenas às empresas pertencentes ao sector bancário, identificando o nível de divulgação e seus factores determinantes.

O estudo efectuado permitiu-nos retirar uma série de conclusões, sobre as práticas de divulgação adoptadas pelas empresas portuguesas e sobre os factores que influenciam essas práticas de divulgação.

Do estudo da informação divulgada pelas empresas cotadas em bolsa, na primeira fase de investigação, concluímos que o número de empresas divulgadoras de informação sobre instrumentos derivados é crescente ao longo do período analisado e que o nível de informação divulgada é também crescente. Por outro lado, os valores obtidos indicam que as empresas se preocupam com o cumprimento das normas contabilísticas que entraram em vigor em 2005 e em 2007, verificando-se que a obrigatoriedade de adopção do normativo do IASB, a partir de 2005, e a obrigatoriedade de adopção da Norma Internacional de Relato Financeiro (NIRF) 7, a partir de 2007, influenciaram o nível de divulgação.



Concluímos, deste modo, pela existência de algum isomorfismo institucional, uma vez que, ao longo do período de análise, se observa um aumento gradual no número de empresas que divulgam informação sobre instrumentos derivados e um aumento, também, no número de itens divulgados. Dos três mecanismos de isomorfismo institucional identificados por DiMaggio e Powell (1983), aquele que parece prevalecer é o isomorfismo coercivo, em resultado da pressão exercida pela obrigatoriedade de adopção do normativo do IASB.

No que concerne ao tipo de informação divulgada, aquela que apresenta níveis de divulgação mais baixos é a relativa aos três tipos de cobertura de risco definidos na norma Internacional de Contabilidade (NIC) 39, o que poderá indiciar a falta de cumprimento com as exigências contidas nas normas, uma vez que a informação relacionada com os aspectos gerais de cobertura de risco é aquela que apresenta um valor médio mais elevado.

Observa-se um aumento significativo na divulgação de informação sobre riscos e gestão de riscos, especialmente após a obrigatoriedade de adopção da NIRF 7, do IASB. A utilização de instrumentos derivados é percebida como estando associada a uma série de riscos, que, se não forem geridos adequadamente, poderão originar perdas elevadas. Concluímos, por isso, que, para além da pressão normativa existente, as empresas portuguesas, preocupadas com a sua reputação e legitimidade, procuram enviar sinais ao mercado sobre a forma como actuam nos mercados de derivados e sobre as estratégias de gestão de risco adoptadas.

Todavia, a informação divulgada é bastante reduzida e as empresas parecem, ainda, reticentes em divulgar uma série de informações, relacionadas especialmente com as estratégias de cobertura de risco adoptadas, o que poderá explicar-se pelo receio de poderem incorrer em *proprietary costs*, associados à divulgação de informação, que poderá ser utilizada indevidamente pelas empresas suas concorrentes.

Na segunda fase de investigação, a fim de identificar os determinantes de divulgação de informação sobre instrumentos derivados, realizamos uma análise univariada e uma análise multivariada. Na análise multivariada verificámos, através da aplicação do teste de *Hausman*, que o modelo de efeitos aleatórios se mostra mais adequado aos dados analisados. Da aplicação deste modelo resultou que o tamanho da empresa, o nível de endividamento, a percentagem de directores independentes no Conselho de Administração, a divulgação de informação sobre actividades de I&D, a qualidade do auditor externo, o rácio *market-to-book value*, o facto de a empresa pertencer ao índice PSI 20 e o exercício económico são factores

explicativos do nível de divulgação de informação sobre instrumentos derivados. Quando consideradas apenas as empresas divulgadoras, as variáveis *market-to-book value*, sistemas de incentivos baseados em acções e PSI 20 deixam de se apresentar como variáveis explicativas do nível de divulgação.

Concluimos, assim, pela influência da Teoria da Agência, uma vez que se verifica uma associação positiva entre o nível de divulgação e o nível de endividamento, o tipo de auditor externo, a percentagem de directores independentes no Conselho de Administração e a existência de sistemas de incentivos baseados em acções, o que demonstra alguma preocupação, por parte das empresas estudadas, com a monitorização dos seus gestores.

Por outro lado, verifica-se, também, alguma consistência com a Teoria de Sinalização, uma vez que se comprova a existência de uma associação positiva entre o nível de divulgação e a rentabilidade da empresa, a divulgação de informação sobre actividades de I&D e a notoriedade da empresa (medida através da variável PSI20), indicando que estas empresas se preocupam em enviar sinais para o mercado, através da informação divulgada. Concluimos, ainda, de acordo com esta teoria, que as empresas estudadas se preocupam com os custos de capital e com os custos de financiamento, uma vez que se verifica a existência de uma associação positiva entre o nível de divulgação e o rácio *market-to-book value* e o nível de endividamento.

Foi também possível comprovar que as empresas analisadas se preocupam com a sua legitimidade, uma vez que obtivemos evidência empírica de existência de uma associação positiva entre o nível de divulgação e o tamanho da empresa, o facto de a empresa pertencer ao índice PSI 20 e a divulgação de informação sobre I&D, indicando que as empresas que se sentem mais observadas tendem a aumentar a informação divulgada ao exterior para manter a sua reputação e assegurar a sua sobrevivência.

Finalmente, verifica-se, mais uma vez, a existência de isomorfismo coercivo, uma vez que o nível de divulgação aumenta nos exercícios seguintes à obrigatoriedade de adopção de determinadas normas contabilísticas.

No estudo da informação divulgada pelas empresas financeiras verifica-se, na primeira fase de investigação, a existência de uma grande percentagem de empresas divulgadoras (representativas de 81% do total das empresas) e a existência de uma maior percentagem de empresas divulgadoras no sector segurador, comparativamente ao sector bancário. Contudo, os valores médios dos vários índices de divulgação considerados são sempre mais elevados nas empresas pertencentes ao sector bancário, indicando que estas empresas

apresentam maiores níveis de divulgação de informação sobre instrumentos derivados que as empresas pertencentes ao sector segurador.

Todavia, o nível de divulgação é bastante reduzido, indicando que estas empresas, ao contrário do esperado, face ao maior nível de exigência a que se encontram sujeitas, divulgam informação muito escassa sobre as operações levadas a cabo nos mercados de derivados.

No que concerne ao tipo de informação divulgada, aquela que apresenta índices de divulgação mais elevados, é a informação relativa às operações que não se qualificam para efeitos de contabilidade de cobertura, seguida da informação sobre riscos incorridos e actividades de gestão de risco, permitindo concluir que a pressão exercida pelos organismos de regulação poderá ter influenciado o nível de divulgação. Tal como no estudo anterior, a informação que apresenta níveis de divulgação mais baixos é a relativa aos três tipos de cobertura de risco, definidos na NIC 39, indicando que as empresas financeiras também divulgam pouca informação sobre operações de cobertura de risco que se qualificam para efeitos de tratamento especial de cobertura.

Relativamente aos factores determinantes do nível de divulgação de informação, tendo em consideração o normativo do IASB, concluiu-se, através de uma análise multivariada, que, quando consideradas todas as empresas, o índice de divulgação apresenta uma associação positiva com a variável tamanho e uma associação negativa com a variável aumento de capital, indicando que o nível de divulgação será mais elevado nas maiores empresas e naquelas que não procederam a qualquer aumento de capital durante o exercício de 2009. Quando consideradas apenas as empresas divulgadoras, para além daquelas duas variáveis, também a variável sector económico, se apresenta como factor explicativo do índice de divulgação, indicando que o nível de divulgação será maior nas empresas pertencentes ao sector bancário.

Na segunda fase de investigação, relativa à informação divulgada, pelas entidades bancárias, de acordo com as recomendações do Comité de Basileia e da IOSCO, concluiu-se que as empresas divulgadoras são representativas de 76,47% do total das empresas e o valor médio do índice de divulgação ( $ID_{\text{Basileia}}$ ) é de 0,15, indicativo de um nível de divulgação bastante reduzido.

As informações que apresentam valores médios de divulgação mais elevados são as relativas a informações gerais e a políticas contabilísticas e métodos de avaliação. A informação de carácter quantitativo apresenta menores índices de divulgação, quando

comparada com a informação de carácter qualitativo. Finalmente, no que concerne à informação sobre resultados, verifica-se um maior volume de informação sobre operações de negociação, comparativamente às operações de não negociação.

Na identificação dos factores determinantes do nível de divulgação de informação, com base nas recomendações do Comité de Basileia e da IOSCO, os resultados da análise multivariada comprovam, quando considerada a totalidade das empresas que compõem a amostra, que a variável dependente,  $ID_{Basileia}$ , apresenta uma associação positiva com as variáveis independentes tamanho da empresa e qualidade do auditor externo e uma associação negativa com a variável aumento de capital. Quando consideradas apenas as empresas divulgadoras, a qualidade do auditor externo deixa de se apresentar como factor explicativo do nível de divulgação.

Concluimos, assim, que os nossos resultados são consistentes com a Teoria de Legitimidade, uma vez que, nas duas fases de investigação, foi possível comprovar a existência de uma associação entre a divulgação de informação sobre instrumentos derivados e o tamanho da empresa. Por outro lado, comprovamos, ainda, na primeira fase de investigação, a existência de uma associação com o sector de actividade, concluindo que as entidades bancárias, porque se sentem mais sujeitas a um maior escrutínio, procuram legitimar-se através da divulgação de informação mais detalhada sobre as operações realizadas no mercado de derivados.

Na segunda fase de investigação, obtivemos evidência empírica de existência de uma associação positiva entre a quantidade de divulgação e a qualidade do auditor externo, levando-nos a concluir pela existência de alguma preocupação, por parte das entidades bancárias, com a monitorização dos seus gestores e a redução dos custos de agência.

Finalmente, o resultado obtido, nas duas fases de investigação, relativamente à variável aumento de capital, pode ser explicado à luz da Teoria de Legitimidade e da Teoria de Sinalização, uma vez que, o facto de os instrumentos derivados se encontrarem conotados com riscos de perdas elevadas, poderá revelar algum receio, por parte das empresas financeiras portuguesas, relativamente ao impacto que a divulgação de informação sobre operações com aqueles instrumentos possa ter na sua reputação e nos custos de emissão de capital. Por outro lado, de acordo com a Teoria de *Proprietary Costs*, estas empresas poderão, ainda, recear que a utilização, por outras entidades, da informação divulgada possa ser prejudicial para a emissão de capital.

Por fim, queremos destacar o facto de, em todos os estudos efectuados, se terem obtido níveis de divulgação relativamente reduzidos, principalmente no que concerne às operações de cobertura de risco. Concluímos, ainda, que, nas entidades bancárias, a divulgação de informações sobre risco de mercado, risco de liquidez e risco de crédito, de acordo com as recomendações do Comité de Basileia, se encontra muito aquém do esperado, uma vez que os níveis de divulgação apresentados são extremamente reduzidos. Assim, parece-nos que seria importante que as entidades reguladoras procurassem averiguar quais os motivos que levam estas entidades a não cumprirem com os requisitos de divulgação exigidos e implementar mecanismos que promovam essa divulgação.

Este trabalho de investigação contribui para a literatura existente de diversas formas. Por um lado, fornece evidência sobre o nível de divulgação sobre instrumentos derivados, imediatamente antes e após a adopção do normativo do IASB. Os estudos existentes em Portugal (Lopes e Rodrigues, 2007; Lemos e Rodrigues, 2007a e b; Lemos, *et al.*, 2009) limitam-se à análise da divulgação no período que antecedeu a obrigatoriedade de adopção do normativo do IASB. É, por isso, o primeiro estudo em Portugal sobre determinantes da divulgação de informação não voluntária, uma vez que abarca períodos de divulgação obrigatória.

Por outro lado, trata-se do primeiro estudo em Portugal sobre a evolução na divulgação de informação sobre instrumentos derivados, abrangendo um período de investigação de sete anos. Com a excepção dos estudos de Chalmers (2001) e de Darus e Taylor (2009), que contemplam um período de sete e seis anos, respectivamente, os restantes estudos sobre evolução no nível de divulgação realizados noutros países (Chalmers e Godfrey, 2004; Mir Fernández, *et al.*, 2006; Hassan, *et al.*, 2006/2007; Hassan, *et al.*, 2009), abrangem períodos mais reduzidos. É também o primeiro estudo sobre determinantes da divulgação de informação sobre instrumentos derivados com recurso à análise de dados em painel.

Sendo o primeiro estudo, realizado em Portugal, sobre divulgação de informação, sobre instrumentos derivados, nas empresas financeiras, abrangendo também as recomendações emitidas pelo Comité de Basileia, este trabalho de investigação contribui para a percepção das práticas de divulgação adoptadas por estas empresas, relativamente às operações de negociação e aos riscos incorridos associados.

Este estudo contribui, ainda, para perceber a influência dos normativos existentes, nas práticas de divulgação adoptadas. Hassan, *et al.* (2009) defendem que, sem uma norma apropriada, as empresas têm tendência para fornecer a informação mínima sobre as suas

actividades com instrumentos derivados, particularmente se estas actividades tiverem implicações no seu património líquido. Os resultados obtidos no nosso estudo comprovam que a existência de regulamentação sobre divulgação contribui para o aumento no nível de informação apresentada pelas empresas sujeitas a essa regulamentação. Concluímos, assim, pela existência de algum isomorfismo coercivo, em resultado da influência do normativo contabilístico.

Este estudo contribui, ainda, para a percepção dos factores que influem no nível de divulgação. Identificaram-se, como factores explicativos, variáveis associadas à necessidade de redução dos custos relacionados com a existência de assimetrias de informação (como os custos de agência e os custos de capital e de financiamento), com os *proprietary costs* e com os custos de legitimação e de reputação. Estes resultados poderão, por isso, contribuir para o desenvolvimento das teorias sobre os custos e benefícios, associados à divulgação de informação.

Finalmente, este estudo contribui, ainda, para a percepção das lacunas existentes ao nível da divulgação de informação sobre instrumentos derivados. Obtivemos evidência empírica de níveis de divulgação bastante reduzidos relativamente à informação relacionada com os três tipos de cobertura previstos na NIC 39, do IASB. Estes resultados poderão justificar-se por falta de cumprimento com o normativo em vigor. Todavia poderão, também, estar associados à falta de cumprimento com os requisitos mínimos para que determinada operação de cobertura de risco possa ser contabilizada como tal. Assim, os nossos resultados vêm reforçar a necessidade de simplificação do normativo sobre operações de cobertura de risco.

Os organismos de normalização contabilística, a nível internacional, conscientes dessa necessidade, encontram-se, neste momento, a desenvolver propostas de simplificação do normativo contabilístico sobre instrumentos financeiros. Assim, esperamos que a aprovação dessas alterações contribua para um aumento no nível de divulgação de informação sobre operações com instrumentos derivados.

Por outro lado, observamos, também, nas entidades bancárias, níveis de divulgação, sobre determinados riscos, associados a operações com instrumentos derivados, extremamente reduzidos, o que indicia a necessidade de revisão dos mecanismos de *enforcement*, por parte das entidades reguladoras.

Em resumo, esperamos que este trabalho de investigação, tenha contribuído para a percepção do nível de divulgação apresentado pelas empresas portuguesas, relativamente a

operações realizadas em mercados de derivados, e dos factores que influenciam a qualidade dessa divulgação e possa, ainda, contribuir para a percepção de algumas lacunas existentes ao nível da informação divulgada.

Todavia, o estudo empírico realizado apresenta uma série de limitações que é importante assinalar. No que respeita às amostras, deve ter-se em consideração que não podem, de forma alguma, ser consideradas representativas do tecido empresarial português, uma vez que nos limitamos à análise da informação divulgada pelas empresas cotadas em bolsa e pelas maiores e melhores empresas financeiras a operar em Portugal. Relativamente à análise dos factores determinantes, temos noção de que existem outros factores que influenciam o nível de divulgação sobre instrumentos derivados e que não foram incluídos no modelo. Finalmente, há a considerar as limitações inerentes à adopção da análise de conteúdo, como metodologia de investigação.

Assim, sugerimos para futuros trabalhos de investigação, a análise da informação divulgada e do grau de cumprimento com as normas, entretanto emitidas, nos próximos anos, pelas empresas cotadas em bolsa, alargando a amostra a empresas não cotadas, de diversos sectores de actividade, abarcando também pequenas e médias empresas, mais representativas do tecido empresarial português. Sugerimos, também, a realização de um questionário, dirigido aos órgãos de gestão daquelas empresas, com questões relacionadas com a utilização destes instrumentos.

Por outro lado, à semelhança de estudos como os de Mian (1996), Berkman e Bradbury (1996), Colquitt e Hoyt (1997), Goldberg, *et al.* (1998), Nguyen e Faff (2002 e 2003), Berkman, *et al.* (2002), Adedeji e Baker (2002), Borokhovich, *et al.* (2004), Shiu (2007), Ashraf, *et al.* (2007), Kim, *et al.* (2008), Carneiro e Sherris (2008) e Bartram, *et al.* (2009), seria também interessante identificar os factores determinantes da utilização de instrumentos derivados por parte das empresas portuguesas; e, à semelhança dos estudos realizados por McAnally (1996), Schrand (1997), Higgs (1998), Wong (2000), Seow e Tam (2002), Elliott-Brownell (2004), Wang, *et al.* (2005), Hassan, *et al.* (2006), Ahmed, *et al.* (2006), Ameer (2009) e Hassan e Mohd-Saleh (2010) analisar a relevância atribuída, pelo mercado de capitais, às divulgações relacionadas com instrumentos derivados, identificando a relevância do valor deste tipo de divulgações.

Finalmente, no que concerne aos factores determinantes do nível de divulgação, existem muitas outras variáveis que poderiam influir na informação divulgada. Assim, sugerimos a introdução de variáveis que se revelaram significativas em estudos efectuados por outros

autores (Lopes & Rodrigues, 2007; Chalmers & Godfrey, 2004; Aggarwal & Simkins, 2004; Peters *et al.*, 2001; Hassan, *et al.*, 2009).

Apesar das limitações mencionadas, as conclusões deste trabalho de investigação podem considerar-se como um ponto de partida para uma investigação futura mais exaustiva e completa sobre esta temática.



## RESUMEN

Esta tesis está dedicada al estudio de la divulgación de información sobre instrumentos derivados, y sus factores determinantes, por parte de las empresas portuguesas.

Hemos definido, como principales objetivos de investigación: identificar la extensión de la divulgación de información sobre instrumentos derivados presentada por las empresas portuguesas, analizar la evolución del nivel de divulgación e identificar sus factores determinantes.

A tal efecto, hemos analizado la información divulgada por las empresas cotizadas, durante el período 2003-2009, por las empresas pertenecientes al sector bancario y al sector de seguros (identificadas como empresas financieras), durante el ejercicio de 2009.

En lo que concierne a los factores determinantes, hemos tratado de averiguar, a la luz de las Teorías de la Señalización, *Proprietary Costs*, Agencia, Legitimidad y Institucional, si determinadas características empresariales tienen influencia sobre la extensión de la información divulgada. Teniendo también en cuenta los resultados obtenidos por otros autores, hemos examinado la influencia, en el nivel de divulgación de información sobre instrumentos derivados, del tamaño de la empresa, de la concentración de capital, de la participación de los órganos de administración y fiscalización en el capital, del nivel de rentabilidad y de endeudamiento, del porcentaje de directores independientes en el Consejo de Administración, de la divulgación de información sobre actividades de investigación y desarrollo, de la calidad del auditor externo, de ampliaciones de capital, de la existencia de sistemas de incentivos basados en acciones, del sector de actividad, del *market to book value*, de la notoriedad de la empresa y del ejercicio económico [anterior o posterior a la adopción de la normativa del *International Accounting Standards Board* (IASB)].

El proceso de investigación ha empezado con una revisión de la literatura, que sirvió de base para definir la metodología de investigación, desarrollar las cuestiones de investigación y definir las hipótesis a comprobar.

Como metodología de investigación hemos recurrido al paradigma positivista, con recurso a los métodos cuantitativos para el análisis y tratamiento de los datos. Hemos utilizado el análisis de contenido como técnica de recogida de datos, clasificando la información recopilada en atributos para cuantificar y medir el grado de divulgación. Con tal propósito, se han construido dos índices de divulgación, teniendo en cuenta los requisitos contenidos en la normativa del IASB ( $ID_{IASB}$ ) y las recomendaciones de divulgación emitidas

conjuntamente por el *Basel Committee on Banking Supervision* (BCBS) y por la *International Organization of Securities Commissions* (IOSCO) (ID<sub>Basilea</sub>), respectivamente.

La investigación se llevó a cabo en dos etapas, definidas teniendo en cuenta el tipo de empresas objeto de análisis: en la primera etapa se ha analizado la información divulgada por las empresas cotizadas en *Euronext Lisbon*, durante el período 2003-2009, con un total de 355 observaciones; en la segunda etapa de investigación se ha analizado la información divulgada por las empresas financieras, durante el ejercicio de 2009, con un total de 73 empresas.

Así, para las empresas cotizadas, se ha aplicado el índice de divulgación basado en la normativa del IASB y, como primera fase, hemos realizado un análisis de la extensión de la divulgación y su evolución. Posteriormente, en una segunda etapa, hemos procedido a la identificación de los determinantes del nivel de divulgación a través de un análisis univariante y multivariante, con recurso al tratamiento de datos en panel.

Para las empresas financieras, hemos aplicado, en una primera fase de investigación, el índice de divulgación, elaborado de conformidad con la normativa del IASB, a las empresas pertenecientes al sector bancario y al sector de los seguros, y hemos examinado la información divulgada, identificando sus factores determinantes. Posteriormente, en una segunda fase de investigación, hemos aplicado el índice de divulgación basado en las recomendaciones del Comité de Basilea y IOSCO sólo a las empresas pertenecientes al sector bancario, identificando el nivel de divulgación y sus factores determinantes.

El estudio realizado nos ha permitido alcanzar una serie de conclusiones sobre las prácticas de divulgación adoptadas por las empresas portuguesas y sobre los factores que influyen en esas prácticas de divulgación.

En lo que concierne al estudio de la información divulgada por las empresas cotizadas, en la primera fase de la investigación se ha concluido que el número de empresas divulgadoras de información sobre instrumentos derivados es creciente a lo largo del periodo de análisis y que el nivel de divulgación es también creciente. Por otro lado, los valores obtenidos indican alguna preocupación, por parte de las empresas, en cumplir con la normativa contable que entró en vigor en 2005 y 2007, una vez que se verifica la influencia de la obligatoriedad de la adopción de la normativa del IASB, a partir de 2005, y de la adopción obligatoria de la Norma Internacional de Relato Financiero (NIRF) 7, a partir de 2007, en el nivel de divulgación.

Por lo tanto, hemos detectado la existencia de un isomorfismo institucional, ya que a lo largo del período de análisis se ha observado un incremento gradual en el número de empresas que divulgan información sobre instrumentos derivados y un aumento en el número de ítems divulgados. De los tres mecanismos de isomorfismo institucional identificados por DiMaggio y Powell (1983), aquél que parece prevalecer es el isomorfismo coercitivo, como resultado de la presión ejercida por la adopción obligatoria de la normativa del IASB.

El tipo de información que presenta los niveles más bajos de divulgación es la que concierne a los tres tipos de cobertura de riesgo definidos en la Norma Internacional de Contabilidad (NIC) 39, lo que puede indicar una falta de cumplimiento con los requisitos de divulgación contenidos en la normativa, dado que la información relacionada con los aspectos generales de la cobertura de riesgos es la que presenta un valor promedio más elevado.

Se ha observado un aumento significativo en la divulgación de información sobre riesgos y sobre gestión de riesgos, especialmente después de la obligatoriedad de adopción de la NIRF 7 del IASB. La utilización de instrumentos derivados es percibida como asociada a una serie de riesgos, que, si no se administran adecuadamente, pueden conducir a pérdidas elevadas. Se concluye, por lo tanto, que, además de la presión normativa existente, las empresas portuguesas, preocupadas por su reputación y legitimidad, pretenden enviar señales al mercado sobre la forma de cómo actúan en los mercados de derivados y sobre las estrategias de gestión de riesgo adoptadas.

Sin embargo, la información divulgada es bastante reducida y las empresas parecen, aún, reticentes a divulgar información relacionada especialmente con las estrategias de cobertura de riesgo adoptadas, que puede explicarse por el temor a incurrir en *proprietary costs* asociado con la divulgación de información que puede ser indebidamente utilizada por sus competidores.

Para identificar los factores determinantes de la divulgación de información sobre instrumentos derivados, hemos realizado un análisis univariante y multivariante. En el análisis multivariante, mediante la aplicación de la prueba de Hausman, verificamos que el modelo de efectos aleatorios es el más adecuado para los datos analizados. De la aplicación de este modelo ha resultado que son factores explicativos del nivel de divulgación sobre instrumentos derivados: el tamaño de la empresa, el nivel de endeudamiento, el porcentaje de directores independientes en el Consejo de Administración, la divulgación de

información sobre actividades de investigación y desarrollo, la calidad del auditor externo, el *market-to-book value*, la notoriedad de la empresa (medida por la pertenencia al índice PSI 20), la existencia de sistemas de incentivos basados en acciones y el ejercicio económico. Cuando se considera solamente a las empresas divulgadoras, el *market-to-book value*, los sistemas de incentivos basados en acciones y el índice PSI 20 ya no se presentan como variables explicativas del nivel de divulgación.

Se concluye, por lo tanto, la influencia de la Teoría de la Agencia, ya que existe una asociación positiva entre el nivel de divulgación y el nivel de endeudamiento, el tipo de auditor externo, el porcentaje de directores independientes en el Consejo de Administración y la existencia de sistemas de incentivos basados en acciones, que muestra cierta preocupación, por parte de las empresas estudiadas, con la supervisión de sus directivos.

Por otro lado, también hay cierta coherencia con la Teoría de la Señalización, ya que se ha comprobado la existencia de una asociación positiva entre el nivel de divulgación y la rentabilidad de la empresa, la divulgación de información sobre actividades de investigación y desarrollo y la notoriedad de la empresa (medida a través de la variable PSI 20), que indica que estas empresas se preocupan en enviar señales al mercado, a través de la información divulgada. Llegamos también a la conclusión, sin embargo, de acuerdo con esta teoría, que las empresas estudiadas también se preocupan con los costos de capital y los costos de financiación, ya que se comprueba la existencia de una asociación positiva entre el nivel de divulgación y el *market-to-book value* y el nivel de endeudamiento.

Ha sido también posible demostrar que las empresas analizadas se preocupan por su legitimidad, ya que obtuvimos evidencia empírica de la existencia de una asociación positiva entre el nivel de divulgación y el tamaño de la empresa, el hecho de que la empresa pertenezca al índice PSI 20 y la divulgación de información sobre actividades de investigación y desarrollo, indicando que las empresas que se sienten más observadas tienden a aumentar la información divulgada al exterior, intentando mantener su reputación y asegurar su supervivencia.

Por último, se verifica, una vez más, la existencia de isomorfismo coercitivo, una vez que el nivel de divulgación aumenta en los ejercicios posteriores a la obligatoriedad de adopción de determinadas normas internacionales de contabilidad.

En el estudio de la información divulgada por las empresas financieras, en la primera fase de la investigación, se ha comprobado la existencia de un gran porcentaje de empresas

divulgadoras (que representa el 81% de las empresas) y la existencia de una mayor proporción de empresas divulgadoras en el sector de los seguros en comparación con el sector bancario. Sin embargo, los valores medios de los distintos índices de divulgación considerados siempre son más altos en las empresas pertenecientes al sector bancario, indicando que estas empresas presentan mayores niveles de divulgación sobre instrumentos derivados que las empresas del sector de los seguros.

Todavía el nivel de divulgación es muy reducido, indicando que estas empresas, al contrario de lo que esperábamos, dado el mayor nivel de exigencia a que se encuentran sujetas, divulgan información muy escasa sobre las operaciones realizadas en los mercados de derivados.

El tipo de información que presenta índices más elevados de divulgación es la relativa a operaciones que no se califican para efectos de contabilidad de cobertura, seguida de la información sobre riesgos y actividades de gestión de riesgo, lo que permite concluir que la presión ejercida por los organismos reguladores puede haber influido en el nivel de divulgación. Como en el estudio anterior, la información que presenta los más bajos niveles de divulgación es la que concierne a los tres tipos de cobertura de riesgo, definidos en la NIC 39, indicando que las empresas financieras también divulgan información muy escasa sobre las operaciones de cobertura de riesgo que se pueden calificar para el tratamiento especial de cobertura.

En cuanto a los factores determinantes del nivel de divulgación de información, teniendo en cuenta la normativa del IASB, se ha concluido a través de un análisis multivariante, que, cuando se considera a todas las empresas, el índice de divulgación presenta una asociación positiva con la variable tamaño y una asociación negativa con la variable ampliación de capital, que indica que el nivel de divulgación será más alto en las empresas más grandes y en las que no hayan realizado ninguna ampliación de capital en el ejercicio de 2009. Cuando se considera solamente las empresas divulgadoras, aparte de esas dos variables, el sector económico se presenta así mismo como factor explicativo del índice de divulgación, que indica que el nivel de divulgación será mayor en las empresas pertenecientes al sector bancario.

En la segunda fase de investigación, sobre la información divulgada por los bancos en conformidad con las recomendaciones del Comité de Basilea y la IOSCO, se ha concluido que las empresas divulgadoras representan el 76,47% de todas las empresas y el valor

medio del índice de divulgación ( $ID_{Basilea}$ ) es de 0,15, indicativo de un nivel de divulgación muy reducido.

Las informaciones que presentan los valores promedios de divulgación más elevados son las relativas a la información general y las políticas contables y métodos de valoración. La información cuantitativa muestra índices de divulgación más pequeños, en comparación con la información de carácter cualitativo. Finalmente, con respecto a la información sobre resultados, existe una mayor cantidad de información sobre operaciones de negociación, en comparación con las operaciones de no negociación.

En la identificación de los factores determinantes del nivel de divulgación, basándose en las recomendaciones del Comité de Basilea y IOSCO, los resultados del análisis multivariante, cuando es considerada la totalidad de la muestra, permiten comprobar que la variable dependiente,  $ID_{Basilea}$ , presenta una asociación positiva con las variables independientes tamaño de la empresa y calidad del auditor externo y una asociación negativa con la variable ampliación de capital. Cuando se considera solamente las empresas divulgadoras, la calidad del auditor externo deja de presentar como factor explicativo del nivel de divulgación.

Por lo tanto, concluimos que nuestros resultados son consistentes con la Teoría de la Legitimidad, pues en las dos fases de la investigación es posible demostrar la existencia de una asociación entre la divulgación de información sobre instrumentos derivados y el tamaño de la empresa. Por otro lado, comprobamos, en la primera fase de la investigación, la existencia de una asociación del nivel de divulgación con el sector empresarial, concluyendo que las entidades bancarias, porque se sienten más sujetas a un mayor escrutinio, pretenden legitimarse mediante la divulgación de información más detallada sobre transacciones en los mercados de derivados.

En la segunda fase de la investigación obtuvimos evidencia empírica de la existencia de una asociación positiva entre la cantidad de divulgación y la calidad del auditor externo, permitiéndonos concluir la existencia de alguna preocupación, por parte de las entidades bancarias, con la supervisión de sus gerentes y con la reducción de los costos de agencia.

Por último, el resultado obtenido, en las dos fases de la investigación, referente a la variable ampliación de capital, puede explicarse a la luz de la Teoría de la Legitimidad y la Teoría de Señalización, una vez que el hecho de que los derivados son percibidos como asociados con riesgos de pérdidas elevadas, podría revelar alguna preocupación, por parte de las empresas financieras portuguesas, sobre el impacto que puede tener la divulgación de información sobre operaciones con esos instrumentos en su reputación y en sus costos de

capital. Por otra parte, de acuerdo con la Teoría de los *Proprietary Costs*, estas empresas pueden también temer que la utilización de la información por otras entidades pueda ser perjudicial a la emisión de capital.

Por último, queremos destacar el hecho de que en todos los estudios se han obtenido niveles de divulgación relativamente bajos, en particular en lo que concierne a las operaciones de cobertura de riesgo. Concluimos que, en las entidades bancarias, la divulgación de información acerca del riesgo de mercado, riesgo de liquidez y riesgo de crédito, en conformidad con las recomendaciones del Comité de Basilea, es mucho más débil que lo esperado, ya que los niveles de divulgación son extremadamente reducidos. Por lo tanto, nos parece importante que las entidades reguladoras intenten determinar por qué estas entidades no cumplen con los requisitos de divulgación y apliquen mecanismos que puedan fomentar dicha divulgación.

Esta investigación contribuye a la literatura existente de varias maneras. Por un lado, proporciona evidencia sobre el nivel de divulgación sobre instrumentos derivados, inmediatamente antes y después de la adopción de la normativa del IASB. Los estudios existentes en Portugal (Lopes y Rodrigues, 2007; Lemos y Rodrigues, 2007 a y 2007b; Lemos, *et al.*, 2009) se limitan al análisis de la divulgación en el período previo a la adopción de la normativa del IASB. Por lo tanto, es el primer estudio en Portugal sobre determinantes de la divulgación no voluntaria, ya que abarca períodos de divulgación obligatoria.

Por otra parte, este es el primer estudio en Portugal sobre la evolución en la divulgación de información sobre instrumentos derivados, que abarca un período de siete años de investigación. Con la excepción de los estudios de Chalmers (2001) y Darus y Taylor (2009), que abarcan un período de siete y seis años respectivamente, el resto de estudios sobre la evolución del nivel de divulgación en otros países (Chalmers y Godfrey, 2004; Mir Fernández, *et al.*, 2006; Hassan, *et al.*, 2006/2007; Hassan, *et al.*, 2009), cubren períodos más cortos. También es el primer estudio sobre los factores determinantes de divulgación sobre instrumentos derivados mediante el análisis de datos de panel.

Siendo el primer estudio realizado en Portugal sobre la divulgación de información sobre derivados, en empresas financieras, que abarca también las recomendaciones formuladas por el Comité de Basilea, esta investigación contribuye a la percepción de las prácticas de divulgación adoptadas por estas empresas, en lo que concierne a las operaciones con instrumentos derivados y riesgos asociados.

Este estudio contribuye también a la percepción de la influencia de la normativa contable en las prácticas de divulgación adoptadas. Hassan *et al.* (2009) argumentan que, sin una norma adecuada, las empresas tienden a proporcionar la información mínima sobre sus actividades con derivados, especialmente si estas actividades tienen consecuencias sobre su patrimonio neto. Los resultados obtenidos en nuestro estudio muestran que la existencia de normas sobre divulgación contribuye al aumento del nivel de información presentada por las empresas sujetas a dicha normativa. Por lo tanto, concluimos la existencia de isomorfismo coercitivo como resultado de la influencia de la normativa contable.

Este estudio también contribuye a la percepción de los factores que influyen en el nivel de divulgación. Han sido identificados, como factores explicativos, variables asociadas con la necesidad de reducir los costos relacionados con la existencia de asimetrías de información (como los costos de agencia y los costos de capital y de financiación), con los *proprietary costs* y los costos de legitimidad y reputación. Estos resultados, por tanto, pueden contribuir al desarrollo de teorías sobre los costos y beneficios asociados con la divulgación de información.

Por último, este estudio contribuye a la percepción de deficiencias en la información divulgada sobre instrumentos derivados. Obtuvimos evidencia empírica de niveles de divulgación muy reducidos en relación con la información relativa a los tres tipos de cobertura definidos en la NIC 39. Estos resultados pueden justificarse por falta de cumplimiento de la normativa en vigor. Sin embargo, también pueden estar asociados con la falta de cumplimiento de los requisitos mínimos para la aplicación de la contabilidad de cobertura. Por lo tanto, nuestras conclusiones refuerzan la necesidad de simplificación de la normativa contable sobre operaciones de cobertura de riesgo.

Los principales organismos internacionales de emisión de normas contables, conscientes de esta necesidad, están elaborando propuestas de simplificación de la normativa sobre instrumentos financieros. Por lo tanto, esperamos que la aprobación de estas enmiendas pueda contribuir a un aumento en el nivel de divulgación de información sobre operaciones con instrumentos derivados.

Por otra parte, observamos, también en las entidades bancarias, niveles de divulgación sobre ciertos riesgos, asociados con las operaciones con instrumentos derivados, muy reducidos, lo que sugiere la necesidad de revisar los mecanismos de *enforcement* de las entidades reguladoras.



En resumen, esperamos que esta investigación haya contribuido a la percepción del nivel de divulgación sobre operaciones con instrumentos derivados por las empresas portuguesas, y los factores que influyen en la calidad de la divulgación, y que incluso pueda contribuir a la percepción de algunas lagunas en la información divulgada.

Todavía, el estudio empírico realizado muestra una serie de limitaciones que es importante señalar. Debe tenerse en cuenta que las muestras no pueden en modo alguno considerarse como representantes del tejido empresarial portugués, ya que sólo analizamos la información divulgada por las empresas cotizadas y las mejores y mayores empresas financieras que operan en Portugal. En relación con el análisis de los determinantes, sabemos que hay otros factores que influyen en el nivel de divulgación sobre derivados y que no se incluyeron en el modelo. Por último, hay que considerar las limitaciones inherentes a la adopción del análisis de contenido como metodología de investigación.

Así, sugerimos para futuras investigaciones el análisis de la información divulgada y del grado de cumplimiento con la normativa contable que sea emitida en los próximos años, por las empresas cotizadas, ampliando la muestra a pequeñas y medianas empresas, en diversos sectores de actividad, más representativas del tejido empresarial portugués. Sugerimos también la realización de una encuesta, dirigida a la administración de dichas empresas, incluyendo cuestiones relacionadas con la utilización de instrumentos derivados.

Por otro lado, a semejanza de los estudios realizados por Mian (1996), Berkman y Bradbury (1996), Colquitt y Hoyt (1997), Goldberg, *et al* (1998), Nguyen y Faff (2002 y 2003), Berkman *et al* (2002), Adedeji y Baker (2002), Borokhovich *et al* (2004), Hush (2007), Ashraf *et al* (2007), Kim *et al* (2008), Carneiro y Sherris (2008) y Bartram *et al* (2009), también sería interesante identificar los factores determinantes de la utilización de instrumentos derivados en las empresas portuguesas; y, al igual que los estudios realizados por McAnally (1996), Schrand (1997), Higgs (1998), Wong (2000), Seow y Tam (2002), Elliott-Brownell (2004), Wang *et al* (2005), Hassan *et al* (2006), Ahmed *et al* (2006), Ameer (2009) y Hassan y Mohd-Saleh (2010), analizar la importancia atribuida por el mercado de capitales a la información relacionada con instrumentos derivados, identificando el *value relevance* de esa información.

Por último, en relación con los factores determinantes del nivel de divulgación, hay muchas otras variables que podrían influir en la información divulgada. Por lo tanto, sugerimos la introducción de otras variables que se han revelado significativas en otros estudios

realizados por otros autores (Lopes y Rodrigues, 2007; Chalmers y Godfrey, 2004; Aggarwal & Simkins, 2004; Peters et al., 2001; Hassan et al, 2009).

A pesar de las limitaciones mencionadas, las conclusiones de este trabajo de investigación pueden considerarse como un punto de partida para una futura investigación más exhaustiva y completa sobre esta temática.

## **ABSTRACT**

This thesis is dedicated to the study of disclosure about derivative instruments and their determinants, by Portuguese companies.

We have defined the following as our main research objectives: to identify the extent of disclosure relating to derivative instruments presented by Portuguese companies; to analyse the developments in the level of disclosure; and to identify the determinants of the level of disclosure.

To this end, we have examined the information that has been disclosed by listed companies, for the period 2003–2009, and by companies belonging to the banking sector and insurance sector (hereinafter identified as financial firms), for 2009.

Regarding the determinants of disclosure we have tried to ascertain, in the light of signalling, agency, proprietary costs, legitimacy and institutional theories, if certain companies' characteristics have influenced the extension of disclosure. Thus, also taking into account the results obtained by other authors, we have examined the influence, on derivatives disclosure level, company size, ownership structure, management stock holdings (fraction of stock held by officers), profitability, leverage, percentage of independent directors on the board of directors, disclosure of information about research and development (R&D), auditor quality, capital raising, existence of share-based incentive programmes, industry, market-to-book value, the firm being represented in the PSI 20 index, and the reporting period [before or after the adoption of the International Accounting Standards Board's (IASB) standards].

The investigation began with a review of the literature, which served as the basis for defining the research methodology, development of the research questions and defining the hypothesis to test.

As research methodology, we have adopted the positivist paradigm, with recourse to quantitative methods for processing and data analysis. We used content analysis, as a data collection technique, sorting the collected information in attributes to quantify and measure the extent of disclosure. For this purpose we have constructed two indices of disclosure, taking into consideration the requirements contained in the IASB's standards and the recommendations issued jointly by the Basel Committee on Banking Supervision (BCBS) and by the International Organization of Securities Commissions (IOSCO), respectively.

The research was carried out in two stages, according to the type of companies under investigation: in the first stage of research, we analysed the information disclosed by

companies listed on Euronext Lisbon, for the period 2003–2009, totalling 355 observations; and, in the second stage of investigation, we analysed the information disclosed by financial companies for 2009, in a total of 73 firms.

Thus, for listed companies, we have applied the disclosure index based on the IASB's standards and analysed the information disclosed over the period 2003–2009, identifying, at a first research phase, the extent of information disclosed and analysing the developments in the level of disclosure. Later, at a second research phase, we have identified the determinants of the level of disclosure, during that period.

For financial companies, we have applied, at a first research phase, the disclosure index drawn up in accordance with the IASB's standards, to companies belonging to the banking sector and the insurance sector, and we have examined the information disclosed, identifying their determinants. Later, in a second research phase, we have applied the disclosure index based on the recommendations of the BCBS and IOSCO only to undertakings in the banking sector, identifying the type of information disclosed and their determinants.

With regards information disclosed by listed companies, we were able to conclude, in our first phase of research, that the number of disclosing firms has evolved positively, during the period 2003–2009, and that the level of disclosure has also evolved positively. On the other hand, the values obtained in the disclosure index indicate that companies are worried about compliance with accounting standards which became mandatory in 2005 and in 2007. This indicates that the adoption of the IASB's standards since 2005 and the mandatory adoption of International Financial Reporting Standard (IFRS) No. 7, since 2007, have influenced the level of disclosure.

We have concluded therefore that some institutional isomorphism exists since, throughout the period of analysis, we were able to observe a gradual increase in the number of disclosing firms and also an increase in the number of disclosed items. Of the three mechanisms of institutional isomorphism identified by DiMaggio and Powell (1983), one that seems to prevail is coercive isomorphism, as a result of the pressure exerted by the compulsory adoption of the IASB's standards.

The type of information that presents the lowest level of disclosure is that related to the three types of hedging designated in International Accounting Standard (IAS) No. 39, which may indicate the lack of compliance with the requirements contained in accounting

standards, once the information related to the general aspects of hedging is one that has a higher average value.

We could observe a significant increase in disclosure about risk and risk management, especially after the mandatory adoption of IFRS No. 7. The use of derivatives is perceived as being associated with a number of risks, which if not managed properly, can lead to high losses. We conclude therefore that, in addition to the existing regulatory pressure, Portuguese companies, worried about their reputation and legitimacy, seek to send signals to the market about the way they negotiate in derivative markets and about the risk management strategies implemented.

However, the level of disclosure is very low and companies still seem reluctant to disclose some information, especially related to risk hedging strategies, which can be explained by the fear of incurring proprietary costs associated with the disclosure of information, which may be misused by their competitors.

In the second phase of research, we conducted a univariate analysis, that and a multivariate analysis. In multivariate analysis, the application of Hausman's test that results in a random effects model is most appropriate to the data being analysed. The application of this model has shown that a company's size, leverage, the percentage of independent directors on the board of directors, disclosure of information about R&D, auditor quality, market-to-book value, the existence of share-based incentive programmes, the firm being represented in the PSI 20 index and the reporting period are the determinants of the level of disclosure on derivative instruments. If we only consider disclosing companies, market-to-book value, share-based incentive programmes and PSI 20 no longer represent explanatory variables of the level of disclosure.

We conclude, therefore, by the influence of agency theory, since there is a positive association between the level of disclosure and leverage, auditor quality, the percentage of independent directors on the board of directors and the existence of share-based incentive programmes, which shows some concern on the part of the companies, with monitoring their managers.

On the other hand, there is also some consistency with signalling theory, since we were able to prove the existence of a positive association between the level of disclosure and profitability, disclosures about R&D and the company's notability (measured through the PSI 20), indicating that these companies bother to send signals to the market, through the information disclosed. We conclude, according to this theory, that companies show some

concern about the costs of capital and the costs of debt, since there is a positive association between the level of disclosure and market-to-book value and leverage.

It was also possible to prove that companies are worried about their legitimacy, since we have empirical evidence of the existence of a positive association between the level of disclosure and the size of the company. The fact that the company is being represented in the PSI 20 index and the disclosure on R&D, indicates that companies that feel more observed tend to increase the level of disclosure to keep their reputation and ensure their survival.

Finally, once again, we conclude that coercive isomorphism exists, since the level of disclosure increases in the reporting periods after the mandatory adoption of certain international accounting standards.

The study of information disclosed by financial companies, in the first phase of research we concluded for the existence of a large percentage of disclosing companies (representing 81% of enterprises) and the existence of a greater proportion of disclosing firms in the insurance sector, compared to the banking sector. However, the average values of several indices of disclosure considered are always higher in the undertakings belonging to the banking sector, indicating that they have greater levels of disclosure about derivatives than the undertakings in the insurance sector.

However, the level of disclosure is very low, indicating that these companies, unexpectedly, given the greater level of requirement to which they are subject, disseminate very scarce information about derivatives instruments operations.

The type of information that presents the highest level of disclosure, is the information related to operations which do not qualify for hedge accounting, followed by information on risks and risk management activities, allowing the conclusion that the pressure exerted by regulatory bodies may have influenced the level of disclosure. As in previous studies, the information that has lower levels of disclosure is that related to the three types of hedging designated in IAS No. 39, indicating that financial companies also disclose little information about hedging activities that qualify for special hedge accounting.

Regarding the determinants of the level of disclosure according to the IASB's standards, multivariate analysis allowed us to conclude that, when considering all undertakings, the disclosure index presents a positive association with the size of the company and a negative association with the variable capital raising, indicating that the level of disclosure will be higher in larger companies and in those that have not increased their capital during 2009.

When considering only disclosing firms, apart from those two variables, the variable economic sector, also presents as a determinant of the level of disclosure, indicating that it will be greater in the undertakings belonging to the banking sector.

In the second phase of research, related to the analysis of information disclosed by banks in accordance with the recommendations of the Basel Committee and the IOSCO, we have concluded that disclosing firms represent 76.47% of all companies and the average value of disclosure index is 0.15, indicating an insufficient level of disclosure.

The information that presents higher average values of disclosure is that related to general information and to the accounting policies and measurement methods. Quantitative information presents smaller indices of disclosure, when compared with the information of a qualitative nature. Finally, with regard to information about earnings, there is a greater amount of information about trading derivatives, compared to non-trading derivatives.

The results of multivariate analysis evidence, when considering the totality of the firms, that the dependent variable, the disclosure index based on the Basel Committee, presents a positive association with the independent variables size and auditor quality and a negative association with the variable capital raising. When considering only disclosing firms, the quality of the external auditor ceases to present as an explanatory factor of the level of disclosure.

We conclude, therefore, that our results are consistent with legitimacy theory, since, in the two phases of research, it was possible to prove the existence of an association between disclosure about derivatives and company size. Moreover, in the first phase of research, we were able to prove the existence of an association between disclosure level and economic sector, concluding that banks, because they feel more subject to greater scrutiny, seek to legitimise themselves through disclosure of detailed information about transactions in derivatives' markets.

In the second phase of research, we have empirical evidence of the existence of a positive association between the amount of disclosure and the quality of the external auditor, leading us to conclude that banking entities seem concerned about monitoring their managers in order to reduce agency costs.

The result obtained under the two phases of research about the variable capital raising can be explained in the light of legitimacy and signalling theories, since the fact that derivatives are considered to be associated with high risks of losses, might reveal some fear, by Portuguese financial firms, about the impact that the disclosure of information about those

instruments may have on their reputation and costs of capital. On the other hand, according to proprietary costs theory, these companies may also fear that the use of disclosed information by other entities can be detrimental to equity issues.

Finally, we wish to highlight the fact that in all studies, we have obtained relatively low levels of disclosure, particularly as regards hedge operations. We conclude that, in banking entities, the disclosure of information about market risk, liquidity risk and credit risk, in accordance with the recommendations of the Basel Committee, is much weaker than expected, since the levels of disclosure are extremely low. Thus, it seems to us that it is important that regulatory authorities seek to ascertain why these entities do not comply with the requirements of disclosure and implement mechanisms that promote such disclosure.

This research contributes to the existing literature in several ways. On the one hand, it provides evidence about the level of disclosure about derivatives, immediately before and after the adoption of the IASB's standards. The existing studies in Portugal (Lopes and Rodrigues, 2007; Lemos and Rodrigues, 2007a and 2007b; Lemos, et al, 2009) are limited to the analysis of the disclosure before the adoption of the IASB's standards. It is therefore the first study in Portugal on determinants of the non-voluntary disclosure of information, since it covers periods of mandatory disclosure.

On the other hand, this is the first study in Portugal on the development in the disclosure level on derivative instruments, covering a period of seven years of research. With the exception of studies by Chalmers (2001) and Darus and Taylor (2009), covering a period of seven and six years respectively, the remaining studies on developments in the level of disclosure made in other countries (Chalmers and Godfrey, 2004; Mir Fernández, et al, 2006; Hassan, et al, 2006/2007; Hassan, et al, 2009), cover shorter periods. It is also the first study on determinants of disclosure about derivatives using panel data analysis.

Being the first study, conducted in Portugal, on disclosure of information about derivatives by financial companies, covering also the recommendations issued by the Basel Committee, this research contributes to the perception of disclosure practices adopted by these companies for trading operations and the associated risks.

This study contributes to realise the influence of existing regulatory requirements on the adopted disclosure practices. Hassan et al (2009) argue that, without an appropriate standard, companies tend to provide the minimum information on their activities with derivatives, particularly if these activities have implications to their net worth.



Proponents of additional disclosure requirements state that the information on the financial condition of firms constitutes a public good that will not be provided appropriately without rules, adding that companies will have a tendency not to disclose unfavourable information. However, opponents of the rules of disclosure claim that managers will be encouraged to voluntarily disclose information about the companies they manage to differentiate them from less well managed companies (Dye, 1990).

The results obtained in our study show that the existence of mandatory requirements on disclosure contributes to the increase in the level of information presented by the companies subject to these requirements. We conclude therefore that coercive isomorphism, is a result of the influence of mandatory accounting standards.

This study contributes to the perception of the factors that influence the level of disclosure. We have identified as explanatory factors, variables associated with the need to reduce costs related to the existence of information asymmetry (as agency costs and costs of capital and costs of debt), with proprietary costs and legitimacy and reputation costs. These results may therefore contribute to the development of theories about the costs and benefits associated with the disclosure of information.

Finally, this study contributes to the perception of defaults on derivatives disclosures. We have empirical evidence of extremely low levels of disclosure related to the three types of hedge identified in IAS No. 39. These results might be justified by a lack of compliance with mandatory requirements. However they may also be associated with a lack of compliance with accounting hedge criteria. Thus, our findings reinforce the need for the simplification of hedge accounting.

The international accounting standard setters, aware of this need, are currently developing proposals for the simplification of the existing accounting standards on financial instruments. Therefore, we hope that the adoption of these amendments might contribute to an increase in the level of disclosure about derivative instruments.

On the other hand, we have also observed extremely reduced levels of disclosure about certain risks associated with derivative instruments, in banking entities, which suggests the need to review the enforcement mechanisms of the regulatory authorities.

In summary, we hope that this research has contributed to the perception of the level of disclosure about derivative instruments made by Portuguese companies and of the determinants of disclosure quality and hope it may even contribute to the perception of some defaults in the disclosed information.

This investigation has a number of limitations that must be addressed. The first limitation results from the samples under study. They cannot in any way be considered as representative of Portuguese enterprises, since we have just analysed the information disclosed by listed companies and the biggest and best financial companies operating in Portugal. Regarding the analysis of determinants of disclosure, we are aware of the existence of other factors that influence the level of disclosure about derivative instruments that were not included in the model. Finally, the limitations inherent in the adoption of content analysis as a data collection technique must be considered.

Thus, we suggest for future research, the analysis of the disclosure and the degree of compliance with future mandatory requirements, by listed companies and to extend the sample to not listed companies, in various sectors of activity, covering also small and medium-sized enterprises, that are most representative of Portuguese companies. We also suggest conducting a questionnaire directed to managers of those companies with issues related to the use of derivative instruments.

On the other hand, similar to the studies conducted by Mian (1996), Berkman and Bradbury (1996), Colquitt and Hoyt (1997), Goldberg, et al (1998), Nguyen and Faff (2002 and 2003), Berkman, et al (2002), Adedeji and Baker (2002), Borokhovich, et al (2004), Hush (2007), Ashraf, et al (2007), Kim, et al (2008), Mutton and Sherris (2008) and Bartram, et al (2009), it would also be interesting to identify the determinants of the use of derivative instruments by Portuguese firms; and to analyse, similar to the studies conducted by McAnally (1996), Schrand (1997), Higgs (1998), Wong (2000), Seow and Tam (2002), Elliott-Brownell (2004), Wang, et al (2005), Hassan, et al (2006), Ahmed, et al (2006), Ameer (2009) and Hassan and Mohd-Saleh (2010), the relevance assigned by the capital market, to disclosures related to derivative instruments, identifying the value relevance of such disclosures.

Finally, regarding the determinants of the level of disclosure, there are many other variables that could influence the information disclosed. Thus, we suggest the introduction of variables which proved significant in studies conducted by other authors (Lopes & Rodrigues, 2007; Chalmers & Godfrey, 2004; Aggarwal & Simkins, 2004; Peters *et al.*, 2001; Hassan, *et al.*, 2009).

Despite the limitations mentioned above, the findings of this research investigation can be considered as a starting point for a future more exhaustive and complete research on this issue.





## ÍNDICE GERAL

ÍNDICE DE FIGURAS .....	XLIV
ÍNDICE DE QUADROS.....	XLIV
ABREVIATURAS .....	XLVII
INTRODUÇÃO .....	LI
<b>CAPÍTULO I – ENQUADRAMENTO TEÓRICO, ENQUADRAMENTO NORMATIVO E REVISÃO DE ESTUDOS EMPÍRICOS .....</b>	<b>1</b>
INTRODUÇÃO .....	3
1. ENQUADRAMENTO TEÓRICO .....	4
1.1. Teoria de Sinalização .....	5
1.2. Teoria da Agência .....	9
1.3. Teoria de Proprietary Costs.....	11
1.4. Teoria de Legitimidade .....	13
1.5. Teoria Institucional.....	15
2. ENQUADRAMENTO NORMATIVO.....	17
2.1. Evolução histórica no processo de normalização contabilística sobre instrumentos derivados.....	17
2.1.1. A nível internacional.....	17
2.1.1.1. As normas do <i>Financial Accounting Standards Board</i> e do <i>International Accounting Standards Board</i> .....	17
2.1.1.2. União Europeia.....	21
2.1.1.3. <i>Basel Committee on Banking Supervision</i> (BCBS) .....	22
2.1.2. A nível nacional .....	25
2.2. Tratamento de instrumentos derivados à luz das normas em vigor durante o período de 2003 a 2009.....	28
2.2.1. Normativo da Comissão de Normalização Contabilística Portuguesa .....	30
2.2.2. Normativo do <i>International Accounting Standards Board</i> .....	32
2.3. Perspectivas futuras.....	36
2.3.1. Norma Contabilística e de Relato Financeiro n.º 27 – Instrumentos Financeiros.....	37
2.3.2. Norma Internacional de Relato Financeiro n.º 9 – Instrumentos Financeiros .....	39
2.3.3. <i>Exposure Draft – Hedge Accounting</i> .....	41
3. REVISÃO DE ESTUDOS EMPÍRICOS.....	44
3.1. Estudos sobre “value relevance” da informação sobre instrumentos derivados.....	45
3.2. Estudos sobre o grau de cumprimento com as exigências de divulgação de informação sobre instrumentos derivados .....	46
3.3. Estudos sobre divulgação de informação, relativa a instrumentos financeiros e riscos incorridos, nas instituições financeiras .....	51
3.4. Estudos sobre factores determinantes da utilização e da divulgação de informação sobre instrumentos derivados ....	54
3.4.1. Estudos sobre factores determinantes da utilização de instrumentos derivados .....	54
3.4.2. Estudos sobre factores determinantes da divulgação de informação sobre instrumentos derivados .....	56
CONCLUSÃO .....	60
<b>CAPÍTULO II – ESTUDO DA INFORMAÇÃO DIVULGADA PELAS EMPRESAS COTADAS EM BOLSA.....</b>	<b>63</b>
INTRODUÇÃO .....	65
1. OBJECTIVOS E HIPÓTESES DE INVESTIGAÇÃO .....	67
1.1. Objectivos do estudo .....	67
1.2. Hipóteses de investigação.....	68

1.2.1. Primeira fase de investigação - Estudo da evolução no nível de divulgação de informação .....	68
1.2.2. Segunda fase de investigação - Estudo dos determinantes do nível de divulgação de informação sobre instrumentos derivados .....	70
2. METODOLOGIA DE INVESTIGAÇÃO E SELECÇÃO DA AMOSTRA .....	82
2.1. Metodologia de investigação .....	82
2.2. Selecção da amostra e período de análise.....	83
2.3. Técnica adoptada na recolha e tratamento dos dados.....	84
2.3.1. Técnica adoptada na recolha dos dados, variável dependente e variáveis independentes .....	84
2.3.2. Tratamento de dados .....	94
2.3.3. Procedimentos estatísticos adoptados .....	95
3. ESTUDO DA EVOLUÇÃO NO NÍVEL DE DIVULGAÇÃO DE INFORMAÇÃO.....	97
3.1. Caracterização da amostra.....	97
3.1.1. Composição da amostra .....	97
3.1.2. Caracterização das empresas que compõem a amostra.....	97
3.2. Resultados de investigação .....	99
3.2.1. Evolução no número de empresas divulgadoras.....	99
3.2.2. Evolução no Índice de Divulgação sobre Instrumentos Derivados .....	102
4. ESTUDO DOS DETERMINANTES DO NÍVEL DE DIVULGAÇÃO DE INFORMAÇÃO SOBRE INSTRUMENTOS DERIVADOS .....	120
4.1. Caracterização da amostra.....	120
4.1.1. Composição da amostra .....	120
4.1.2. Caracterização das empresas que compõem a amostra.....	120
4.2. Resultados de investigação .....	124
4.2.1. Análise descritiva dos resultados .....	124
4.2.2. Análise dos determinantes do nível de divulgação .....	127
CONCLUSÕES.....	140
<b>CAPÍTULO III – ESTUDO DA INFORMAÇÃO DIVULGADA PELAS EMPRESAS FINANCEIRAS .....</b>	<b>147</b>
INTRODUÇÃO .....	149
1. OBJECTIVOS E HIPÓTESES DE INVESTIGAÇÃO .....	151
1.1. Objectivos do estudo .....	151
1.2. Hipóteses de investigação.....	153
2. METODOLOGIA DE INVESTIGAÇÃO E SELECÇÃO DA AMOSTRA .....	160
2.1. Metodologia de investigação .....	160
2.2. Selecção da amostra e período de análise.....	160
2.3. Técnica adoptada na recolha e tratamento dos dados.....	161
Variáveis dependentes.....	162
Variáveis independentes .....	164
3. ESTUDO DOS DETERMINANTES DO NÍVEL DE DIVULGAÇÃO DE INFORMAÇÃO DE ACORDO COM O NORMATIVO DO INTERNATIONAL ACCOUNTING STANDARDS BOARD .....	169
3.1. Caracterização da amostra.....	169
3.1.1. Composição da amostra .....	169
3.1.2. Caracterização das empresas que compõem a amostra.....	169
3.2. Resultados de investigação .....	172
3.2.1. Análise descritiva dos resultados .....	172
3.2.2. Análise dos factores determinantes do nível de divulgação .....	176

4. ESTUDO DOS DETERMINANTES DO NÍVEL DE DIVULGAÇÃO DE INFORMAÇÃO DE ACORDO COM AS RECOMENDAÇÕES DO <i>BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION</i> E DA <i>INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS</i> .....	185
4.1. <i>Caracterização da amostra</i> .....	185
4.1.1. Composição da amostra .....	185
4.1.2. Caracterização das empresas que compõem a amostra.....	185
4.2. <i>Resultados de investigação</i> .....	187
4.2.1. Análise descritiva dos resultados .....	187
4.2.2. Análise dos factores determinantes do nível de divulgação .....	191
CONCLUSÃO .....	199
<b>CONCLUSIONS AND CONTRIBUTIONS OF THE STUDY .....</b>	<b>205</b>
<b>LIMITATIONS OF THE STUDY AND SUGGESTIONS FOR FUTURE RESEARCH .....</b>	<b>217</b>
<b>APÊNDICES.....</b>	<b>225</b>
APÊNDICE I – QUADROS-RESUMO DE REVISÃO DE ESTUDOS EMPÍRICOS.....	227
APÊNDICE II - ÍNDICE DE DIVULGAÇÃO DE INFORMAÇÃO SOBRE INSTRUMENTOS DERIVADOS, DE ACORDO COM O NORMATIVO DO IASB (ID <sub>IASB</sub> ) .....	244
APÊNDICE III – ESTUDO DA DIVULGAÇÃO DE INFORMAÇÃO SOBRE INSTRUMENTOS DERIVADOS NAS EMPRESAS COTADAS EM BOLSA - COMPOSIÇÃO DA AMOSTRA.....	246
APÊNDICE IV – ESTUDO DA DIVULGAÇÃO DE INFORMAÇÃO SOBRE INSTRUMENTOS DERIVADOS NAS EMPRESAS COTADAS EM BOLSA – 2ª FASE DE INVESTIGAÇÃO - ESTUDO DE MULTICOLINEARIDADE.....	248
APÊNDICE V – ESTUDO DA DIVULGAÇÃO DE INFORMAÇÃO SOBRE INSTRUMENTOS DERIVADOS NAS EMPRESAS FINANCEIRAS - COMPOSIÇÃO DA AMOSTRA .....	253
APÊNDICE VI – ESTUDO DA DIVULGAÇÃO DE INFORMAÇÃO SOBRE INSTRUMENTOS DERIVADOS NAS EMPRESAS FINANCEIRAS - 1ª FASE DE INVESTIGAÇÃO - TESTES À NORMALIDADE DE DISTRIBUIÇÃO DAS VARIÁVEIS INDEPENDENTES.....	255
APÊNDICE VII – ESTUDO DA DIVULGAÇÃO DE INFORMAÇÃO SOBRE INSTRUMENTOS DERIVADOS NAS EMPRESAS FINANCEIRAS – 1ª FASE DE INVESTIGAÇÃO – ANÁLISE DE MULTICOLINEARIDADE .....	256
APÊNDICE VIII – ESTUDO DA DIVULGAÇÃO DE INFORMAÇÃO SOBRE INSTRUMENTOS DERIVADOS NAS EMPRESAS FINANCEIRAS - 2ª FASE DE INVESTIGAÇÃO - TESTES À NORMALIDADE DE DISTRIBUIÇÃO DAS VARIÁVEIS INDEPENDENTES.....	259
APÊNDICE IX – ESTUDO DA DIVULGAÇÃO DE INFORMAÇÃO SOBRE INSTRUMENTOS DERIVADOS NAS EMPRESAS FINANCEIRAS – 2ª FASE DE INVESTIGAÇÃO – ANÁLISE DE MULTICOLINEARIDADE .....	260
<b>REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....</b>	<b>263</b>
<b>ANEXOS .....</b>	<b>281</b>
ANEXO I - ÍNDICE DE DIVULGAÇÃO DE INFORMAÇÃO SOBRE INSTRUMENTOS DERIVADOS, DE ACORDO COM AS RECOMENDAÇÕES DO BCBS E DA IOSCO (ID <sub>BASILEIA</sub> ).....	283

## ÍNDICE DE FIGURAS

FIGURA N.º 1 – ESQUEMA DO ESTUDO.....	LXII
FIGURA N.º 1.1– RESUMO CRONOLÓGICO DE PUBLICAÇÃO DE DOCUMENTOS COM IMPLICAÇÕES NO TRATAMENTO CONTABILÍSTICO DE INSTRUMENTOS DERIVADOS.....	27

## ÍNDICE DE QUADROS

QUADRO 1.1– NIRF 7 – DIVULGAÇÕES SOBRE COBERTURAS DE RISCO .....	36
QUADRO 1.2 - SÍNTESE DOS RESULTADOS OBTIDOS NOS ESTUDOS SOBRE FACTORES DETERMINANTES DA DIVULGAÇÃO DE INFORMAÇÃO SOBRE INSTRUMENTOS DERIVADOS .....	58
QUADRO 2.1– RESUMO DAS HIPÓTESES FORMULADAS .....	81
QUADRO 2.2– VARIÁVEIS INDEPENDENTES E ASSOCIAÇÃO ESPERADA COM O ID <sub>IASB</sub> .....	93
QUADRO 2.3 – DISTRIBUIÇÃO POR SECTOR DE ACTIVIDADE .....	98
QUADRO 2.4 – CLASSIFICAÇÃO EM FINANCEIRA E NÃO FINANCEIRA .....	98
QUADRO 2.5 – DISTRIBUIÇÃO POR SECTOR DE ACTIVIDADE .....	99
QUADRO 2.6 – N.º DE EMPRESAS DIVULGADORAS DE INFORMAÇÃO SOBRE INSTRUMENTOS DERIVADOS.....	100
QUADRO 2.7 – TESTE DE QUI-QUADRADO PARA A EVOLUÇÃO NO NÚMERO DE EMPRESAS DIVULGADORAS .....	100
QUADRO 2.8 – EMPRESAS DIVULGADORAS POR SECTOR DE ACTIVIDADE .....	101
QUADRO 2.9 – MEDIDAS ESTATÍSTICAS SOBRE O ID <sub>IASB</sub> .....	102
QUADRO 2.10 – EVOLUÇÃO DO ID <sub>IASB</sub> - TESTE T- <i>STUDENT</i> PARA DUAS AMOSTRAS EMPARELHADAS .....	103
QUADRO 2.11 – TESTE T- <i>STUDENT</i> PARA A EVOLUÇÃO NO ID <sub>IASB</sub> NO SECTOR DE MATERIAIS BÁSICOS .....	104
QUADRO 2.12 – TESTE T- <i>STUDENT</i> PARA A EVOLUÇÃO NO ID <sub>IASB</sub> NO SECTOR DE INDÚSTRIA .....	104
QUADRO 2.13 – TESTE T- <i>STUDENT</i> PARA A EVOLUÇÃO NO ID <sub>IASB</sub> NO SECTOR DE BENS DE CONSUMO.....	105
QUADRO 2.14 – TESTE T- <i>STUDENT</i> PARA A EVOLUÇÃO NO ID <sub>IASB</sub> NO SECTOR DE SERVIÇOS AO CONSUMIDOR.....	105
QUADRO 2.15 – TESTE T- <i>STUDENT</i> PARA A EVOLUÇÃO NO ID <sub>IASB</sub> NO SECTOR DE TELECOMUNICAÇÕES.....	106
QUADRO 2.16 – TESTE T- <i>STUDENT</i> PARA A EVOLUÇÃO NO ID <sub>IASB</sub> NO SECTOR FINANCEIRO .....	106
QUADRO 2.17 – TESTE T- <i>STUDENT</i> PARA A EVOLUÇÃO NO ID <sub>IASB</sub> NO SECTOR DE TECNOLOGIAS.....	107
QUADRO 2.18 – MEDIDAS ESTATÍSTICAS SOBRE O ID <sub>IASB</sub> 1.....	108
QUADRO 2.19 – MEDIDAS ESTATÍSTICAS SOBRE O ID <sub>IASB</sub> 2.....	109
QUADRO 2.20 – MEDIDAS ESTATÍSTICAS SOBRE O ID <sub>IASB</sub> 3.....	109
QUADRO 2.21 – MEDIDAS ESTATÍSTICAS SOBRE O ID <sub>IASB</sub> 4.1.....	109
QUADRO 2.22 – MEDIDAS ESTATÍSTICAS SOBRE O ID <sub>IASB</sub> 4.2.....	110
QUADRO 2.23 – MEDIDAS ESTATÍSTICAS SOBRE O ID <sub>IASB</sub> 4.3.....	110
QUADRO 2.24 – MEDIDAS ESTATÍSTICAS SOBRE O ID <sub>IASB</sub> 4.4.....	110
QUADRO 2.25 – MEDIDAS ESTATÍSTICAS SOBRE O ID <sub>IASB</sub> 5.....	111
QUADRO 2.26 – TESTE T- <i>STUDENT</i> RELATIVO AO ID <sub>IASB</sub> 1.....	112
QUADRO 2.27 – TESTE T- <i>STUDENT</i> RELATIVO AO ID <sub>IASB</sub> 2.....	113
QUADRO 2.28 – TESTE T- <i>STUDENT</i> RELATIVO AO ID <sub>IASB</sub> 3.....	113
QUADRO 2.29 – TESTE T- <i>STUDENT</i> RELATIVO AO ID <sub>IASB</sub> 4.1 .....	114
QUADRO 2.30 – TESTE T- <i>STUDENT</i> RELATIVO AO ID <sub>IASB</sub> 4.2 .....	114
QUADRO 2.31 – TESTE T- <i>STUDENT</i> RELATIVO AO ID <sub>IASB</sub> 4.3 .....	115
QUADRO 2.32 – TESTE T- <i>STUDENT</i> RELATIVO AO ID <sub>IASB</sub> 4.4 .....	115
QUADRO 2.33 – TESTE T- <i>STUDENT</i> RELATIVO AO ID <sub>IASB</sub> 5.....	116
QUADRO 2.34 – CARACTERIZAÇÃO DA AMOSTRA EM FUNÇÃO DO SECTOR DE ACTIVIDADE.....	120
QUADRO 2.35 – CARACTERIZAÇÃO DA AMOSTRA EM FUNÇÃO DO TAMANHO .....	121
QUADRO 2.36 – CARACTERIZAÇÃO DA AMOSTRA EM FUNÇÃO DA PERCENTAGEM DE ACÇÕES DETIDAS PELOS 3 PRINCIPAIS ACCIONISTAS .....	121
QUADRO 2.37 – CARACTERIZAÇÃO DA AMOSTRA EM FUNÇÃO DA PERCENTAGEM DE ACÇÕES DETIDAS PELOS ÓRGÃOS DE ADMINISTRAÇÃO E FISCALIZAÇÃO .....	121
QUADRO 2.38 – CARACTERIZAÇÃO DA AMOSTRA EM FUNÇÃO DA RENTABILIDADE DO ACTIVO.....	121
QUADRO 2.39 – CARACTERIZAÇÃO DA AMOSTRA EM FUNÇÃO DO NÍVEL DE ENDIVIDAMENTO (END).....	122
QUADRO 2.40 – CARACTERIZAÇÃO DA AMOSTRA EM FUNÇÃO DA PERCENTAGEM DE DIRECTORES INDEPENDENTES NO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO .....	122
QUADRO 2.41 – CARACTERIZAÇÃO DA AMOSTRA EM FUNÇÃO DA DIVULGAÇÃO SOBRE I&D .....	122
QUADRO 2.42 – CARACTERIZAÇÃO DA AMOSTRA EM FUNÇÃO DO TIPO DE AUDITOR EXTERNO.....	122



QUADRO 2.43 – CARACTERIZAÇÃO DA AMOSTRA EM FUNÇÃO DO AUMENTO DE CAPITAL.....	123
QUADRO 2.44 – CARACTERIZAÇÃO DA AMOSTRA EM FUNÇÃO DA EXISTÊNCIA DE SISTEMAS DE INCENTIVOS BASEADOS EM ACÇÕES .....	123
QUADRO 2.45 – CARACTERIZAÇÃO DA AMOSTRA EM FUNÇÃO DO SECTOR ECONÓMICO (FINANCEIRO/NÃO FINANCEIRO) .....	123
QUADRO 2.46 – CARACTERIZAÇÃO DA AMOSTRA EM FUNÇÃO DO VALOR DO COEFICIENTE <i>MARKET</i> <i>TO BOOK VALUE</i> .....	123
QUADRO 2.47 – CARACTERIZAÇÃO DA AMOSTRA EM FUNÇÃO DO <i>PSI 20</i> .....	124
QUADRO 2.48 – CARACTERIZAÇÃO DA AMOSTRA EM FUNÇÃO DO EXERCÍCIO DE 2004.....	124
QUADRO 2.49 – CARACTERIZAÇÃO DA AMOSTRA EM FUNÇÃO DO EXERCÍCIO DE 2006.....	124
QUADRO 2.50 – DISTRIBUIÇÃO DA AMOSTRA EM FUNÇÃO DA DIVULGAÇÃO DE INFORMAÇÃO .....	124
QUADRO 2.51 – EMPRESAS DIVULGADORAS/NÃO DIVULGADORAS POR SECTOR DE ACTIVIDADE.....	125
QUADRO 2.52 – MEDIDAS ESTATÍSTICAS SOBRE O <i>ID<sub>IASB</sub></i> – CONSIDERANDO TODAS AS EMPRESAS.....	125
QUADRO 2.53 – MEDIDAS ESTATÍSTICAS SOBRE O <i>ID<sub>IASB</sub></i> – CONSIDERANDO APENAS AS EMPRESAS DIVULGADORAS .....	127
QUADRO 2.54 – RESULTADOS DOS TESTES <i>T</i> .....	128
QUADRO 2.55 – COEFICIENTE DE CORRELAÇÃO <i>R</i> DE <i>PEARSON</i> .....	129
QUADRO 2.56 – FACTORES EXPLICATIVOS DO NÍVEL DE DIVULGAÇÃO – ANÁLISE UNIVARIADA .....	130
QUADRO 2.57 – MODELO DE REGRESSÃO LINEAR MÚLTIPLA.....	131
QUADRO 2.58 – RESULTADOS DO MODELO DE REGRESSÃO LINEAR CONSIDERANDO TODAS AS EMPRESAS .....	133
QUADRO 2.59 – RESULTADOS DO MODELO DE REGRESSÃO LINEAR – EMPRESAS DIVULGADORAS .....	136
QUADRO 2.60 – RESULTADOS DO ESTUDO DA DIVULGAÇÃO DE INFORMAÇÃO SOBRE INSTRUMENTOS DERIVADOS, NAS EMPRESAS COTADAS EM BOLSA .....	145
QUADRO 3.1 – RESUMO DAS HIPÓTESES FORMULADAS .....	159
QUADRO 3.2 – VARIÁVEIS INDEPENDENTES E ASSOCIAÇÃO ESPERADA COM O <i>ID</i> .....	166
QUADRO 3.3 – DISTRIBUIÇÃO DAS EMPRESAS POR SECTOR.....	169
QUADRO 3.4 – DISTRIBUIÇÃO DAS EMPRESAS SEGURADORAS POR RAMO .....	170
QUADRO 3.5 – CARACTERIZAÇÃO DA AMOSTRA EM FUNÇÃO DO TAMANHO .....	170
QUADRO 3.6 – CARACTERIZAÇÃO DA AMOSTRA EM FUNÇÃO DA CONCENTRAÇÃO DE CAPITAL .....	170
QUADRO 3.7 – CARACTERIZAÇÃO DA AMOSTRA EM FUNÇÃO DA RENTABILIDADE DO ACTIVO.....	170
QUADRO 3.8 – CARACTERIZAÇÃO DA AMOSTRA EM FUNÇÃO DO NÍVEL DE ENDIVIDAMENTO ( <i>END2</i> ).....	171
QUADRO 3.9 – CARACTERIZAÇÃO DA AMOSTRA EM FUNÇÃO DO TIPO DE AUDITOR .....	171
QUADRO 3.10 – CARACTERIZAÇÃO DA AMOSTRA EM FUNÇÃO DO AUMENTO DE CAPITAL.....	171
QUADRO 3.11 – CARACTERIZAÇÃO DA AMOSTRA EM FUNÇÃO DA EXISTÊNCIA DE <i>SIBA</i> .....	171
QUADRO 3.12 – EMPRESAS DIVULGADORAS.....	172
QUADRO 3.13 – EMPRESAS DIVULGADORAS POR SECTOR .....	172
QUADRO 3.14 – MEDIDAS ESTATÍSTICAS SOBRE O ÍNDICE DE DIVULGAÇÃO – TODAS AS EMPRESAS .....	173
QUADRO 3.15 – MEDIDAS ESTATÍSTICAS SOBRE O ÍNDICE DE DIVULGAÇÃO – CONSIDERANDO AS EMPRESAS DIVULGADORAS.....	174
QUADRO 3.16 – MEDIDAS ESTATÍSTICAS SOBRE O ÍNDICE DE DIVULGAÇÃO – BANCOS .....	175
QUADRO 3.17 – MEDIDAS ESTATÍSTICAS SOBRE O ÍNDICE DE DIVULGAÇÃO – SEGURADORAS .....	175
QUADRO 3.18 – RESULTADOS DOS TESTES <i>T</i> .....	176
QUADRO 3.19 – RESULTADOS DOS TESTES DE <i>MANN-WHITNEY</i> .....	176
QUADRO 3.20 – RESULTADOS DOS TESTES DE <i>MANN-WHITNEY</i> .....	177
QUADRO 3.21 – COEFICIENTE DE CORRELAÇÃO <i>R</i> DE <i>PEARSON</i> .....	178
QUADRO 3.22 – FACTORES EXPLICATIVOS DO NÍVEL DE DIVULGAÇÃO NAS EMPRESAS BANCÁRIAS E SEGURADORAS – ANÁLISE UNIVARIADA .....	178
QUADRO 3.23 – MODELO DE REGRESSÃO LINEAR MÚLTIPLA - <i>ID<sub>IASB</sub></i> .....	179
QUADRO 3.24 – RESULTADOS DO MODELO DE REGRESSÃO LINEAR CONSIDERANDO TODAS AS EMPRESAS - <i>ID<sub>IASB</sub></i> .....	179
QUADRO 3.25 – RESULTADOS DA ANOVA CONSIDERANDO TODAS AS EMPRESAS - <i>ID<sub>IASB</sub></i> .....	180
QUADRO 3.26 – RESULTADOS DO MODELO DE REGRESSÃO LINEAR CONSIDERANDO AS EMPRESAS DIVULGADORAS - <i>ID<sub>IASB</sub></i> .....	182
QUADRO 3.27 – RESULTADOS DA ANOVA CONSIDERANDO AS EMPRESAS DIVULGADORAS - <i>ID<sub>IASB</sub></i> .....	182
QUADRO 3.28 – CARACTERIZAÇÃO DA AMOSTRA EM FUNÇÃO DO TAMANHO .....	185
QUADRO 3.29 – CARACTERIZAÇÃO DA AMOSTRA EM FUNÇÃO DA CONCENTRAÇÃO DE CAPITAL .....	186
QUADRO 3.30 – CARACTERIZAÇÃO DA AMOSTRA EM FUNÇÃO DA RENTABILIDADE DO ACTIVO.....	186
QUADRO 3.31 – CARACTERIZAÇÃO DA AMOSTRA EM FUNÇÃO DO NÍVEL DE ENDIVIDAMENTO ( <i>END</i> ).....	186
QUADRO 3.32 – CARACTERIZAÇÃO DA AMOSTRA EM FUNÇÃO DO TIPO DE AUDITOR .....	186
QUADRO 3.33 – CARACTERIZAÇÃO DA AMOSTRA EM FUNÇÃO DO AUMENTO DE CAPITAL.....	187
QUADRO 3.34 – CARACTERIZAÇÃO DA AMOSTRA EM FUNÇÃO DA EXISTÊNCIA DE <i>SIBA</i> .....	187

QUADRO 3.35 – EMPRESAS DIVULGADORAS .....	187
QUADRO 3.36 – MEDIDAS ESTATÍSTICAS SOBRE ID <sub>BASILEIA</sub> – TODAS AS EMPRESAS .....	188
QUADRO 3.37 – MEDIDAS ESTATÍSTICAS SOBRE O ID <sub>BASILEIA</sub> – CONSIDERANDO AS EMPRESAS DIVULGADORAS .....	189
QUADRO 3.38 – RESULTADOS DOS TESTES T.....	191
QUADRO 3.39 – RESULTADOS DOS TESTES DE <i>MANN-WHITNEY</i> .....	192
QUADRO 3.40 – COEFICIENTE DE CORRELAÇÃO R DE <i>PEARSON</i> .....	193
QUADRO 3.41 – COEFICIENTE DE CORRELAÇÃO RÓ DE <i>SPEARMAN</i> .....	193
QUADRO 3.42 – FACTORES EXPLICATIVOS DO ID <sub>BASILEIA</sub> NOS BANCOS – ANÁLISE UNIVARIADA.....	193
QUADRO 3.43 – MODELO DE REGRESSÃO LINEAR MÚLTIPLA - ID <sub>BASILEIA</sub> .....	194
QUADRO 3.44 – RESULTADOS DO MODELO DE REGRESSÃO LINEAR CONSIDERANDO A TOTALIDADE DAS EMPRESAS - ID <sub>BASILEIA</sub> .....	194
QUADRO 3.45 – RESULTADOS DA ANOVA CONSIDERANDO A TOTALIDADE DAS EMPRESAS- ID <sub>BASILEIA</sub> .....	195
QUADRO 3.46 – RESULTADOS DO MODELO DE REGRESSÃO LINEAR CONSIDERANDO AS EMPRESAS DIVULGADORAS - ID <sub>BASILEIA</sub> .....	196
QUADRO 3.47 – RESULTADOS DA ANOVA CONSIDERANDO AS EMPRESAS DIVULGADORAS - ID <sub>BASILEIA</sub> .....	196
QUADRO 3.48 – CRUZAMENTO ENTRE A VARIÁVEL DIVULGAÇÃO DE INFORMAÇÃO E A VARIÁVEL TIPO DE AUDITOR. ....	197
QUADRO 3.49 – RESULTADOS DA 1ª FASE DE INVESTIGAÇÃO - DIVULGAÇÃO DE ACORDO COM O NORMATIVO DO IASB.....	203
QUADRO 3.50 – RESULTADOS DA 2ª FASE DE INVESTIGAÇÃO – DIVULGAÇÃO DE ACORDO COM AS RECOMENDAÇÕES DO BCBS E DA IOSCO.....	204
QUADRO A.I.1 - SÍNTESE DOS ESTUDOS SOBRE <i>VALUE RELEVANCE</i> DA INFORMAÇÃO SOBRE DERIVADOS.....	227
QUADRO A.I.2 - SÍNTESE DOS ESTUDOS SOBRE O CUMPRIMENTO COM EXIGÊNCIAS DE DIVULGAÇÃO CONTIDAS NAS NORMAS.....	229
QUADRO A.I.3 - ESTUDOS SOBRE DIVULGAÇÃO SOBRE RISCO E SOBRE O GRAU DE CUMPRIMENTO COM AS RECOMENDAÇÕES DO COMITÉ DE BASILEIA E DA IOSCO, NAS INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS .....	236
QUADRO A.I.4 – SÍNTESE DOS ESTUDOS SOBRE FACTORES DETERMINANTES DA UTILIZAÇÃO DE INSTRUMENTOS DERIVADOS .....	239
QUADRO A.I.5 - SÍNTESE DOS ESTUDOS SOBRE FACTORES DETERMINANTES DA DIVULGAÇÃO DE INFORMAÇÃO SOBRE INSTRUMENTOS DERIVADOS .....	242
QUADRO A. III.6 – COMPOSIÇÃO DA AMOSTRA .....	246
QUADRO –A.IV.7 – VIF E TOLERÂNCIA .....	248
QUADRO – A.IV.8 – MATRIZ DE CORRELAÇÕES .....	250
QUADRO –A.IV.9 – VIF E TOLERÂNCIA .....	251
QUADRO – A.IV.10– MATRIZ DE CORRELAÇÕES.....	252
QUADRO A. VI.11 – TESTES À NORMALIDADE DE DISTRIBUIÇÃO DAS VARIÁVEIS .....	255
QUADRO A.VII.12– MATRIZ DE CORRELAÇÕES .....	256
QUADRO A.VII.13– ESTATÍSTICAS DE MULTICOLINEARIDADE.....	257
QUADRO A.VII.14– MATRIZ DE CORRELAÇÕES .....	257
QUADRO A.VII.15 – ESTATÍSTICAS DE MULTICOLINEARIDADE .....	258
QUADRO A. VIII.16 - TESTES À NORMALIDADE DAS VARIÁVEIS INDEPENDENTES NOMINAIS.....	259
QUADRO A.VIII.17 - TESTES À NORMALIDADE DAS VARIÁVEIS INDEPENDENTES QUANTITATIVAS.....	259
QUADRO A.IX.18 – MATRIZ DE CORRELAÇÕES .....	260
QUADRO A.IX.19– ESTATÍSTICAS DE MULTICOLINEARIDADE .....	261
QUADRO A.IX.20– MATRIZ DE CORRELAÇÕES.....	261
QUADRO A.IX.21 – ESTATÍSTICAS DE MULTICOLINEARIDADE .....	262





## **ABREVIATURAS**

AASB – Australian Accounting Standards Board  
AIG – American International Group  
ASB – Accounting Standards Board  
BCBS – Basel Committee on Banking Supervision  
BDP – Bolsa de Derivados do Porto  
BIS – Bank of International Settlements  
BP – Banco de Portugal  
BVLP – Bolsa de Valores de Lisboa e Porto  
BVP – Bolsa de Valores do Porto  
CDS – Credit Default Swap  
CMVM – Comissão de Mercado de Valores Mobiliários  
CNC – Comissão de Normalização Contabilística  
DC – Directriz Contabilística  
DI – Directores Independentes  
DL – Decreto-lei  
DP – Discussion Paper  
ED – Exposure Draft  
EUA – Estados Unidos da América  
FASB – Financial Accounting Standards Board  
FRA – Forward Rate Agreement  
FRR – Financial Reporting Release  
FRS – Financial Reporting Standard  
G10 – Group of 10 Countries  
G20 – Group of 20 Countries  
I&D – Investigação & Desenvolvimento  
IASB – International Accounting Standards Board  
IASC – International Accounting Standards Committee  
ID – Índice de Divulgação  
IOSCO – International Organizational Securities Commissions  
ISP – Instituto de Seguros de Portugal  
ITC – Invitation to Comment  
JWG – Financial Instruments Joint Working Group of Standards Setters  
MASB - Malayasion Accounting Standards Board  
MEFF – Mercado Español de Futuros Financieros  
NCA – Normas Contabilísticas Ajustadas

NCRF – Norma de Contabilidade e Relato Financeiro

NIC – Norma Internacional de Contabilidade

NIRF – Norma Internacional de Relato Financeiro

OTC – Over-the-Counter

PCES – Plano de Contas para as Empresas de Seguros

PCSB – Plano de Contas para o Sistema Bancário

PME – Pequena e Média Empresa

POC – Plano Oficial de Contabilidade

ROA – Rentabilidade do Activo

SEC – Securities and Exchange Commission

SFAS – Statement of Financial Accounting Standard

SIBA – Sistema de Incentivos Baseados em Acções

SNC – Sistema de Normalização Contabilística

SPSS - Statistical Package for the Social Sciences

UE – União Europeia







## Enquadramento da investigação e motivações para o estudo

A qualidade do relato financeiro sobre instrumentos derivados e riscos incorridos com a sua contratação começou a ser alvo de atenção, após o colapso de grandes companhias, como a *Enron*, nos Estados Unidos da América (EUA), e o banco *Barings*, no Reino Unido, e, mais recentemente, com a crise financeira internacional, que voltou a chamar a atenção para a informação divulgada pelas empresas nos seus relatórios anuais.

Os instrumentos derivados são contratos a prazo, que incidem sobre um activo subjacente (que poderá ser uma mercadoria, um índice de preços, uma taxa de juro ou de câmbio, um índice de taxas, etc.), cujas condições de liquidação, tais como a data e local de entrega e o preço de exercício, são definidos na data de contratação e cujo investimento inicial é nulo ou extremamente reduzido. Estes contratos podem, ainda, prever que a liquidação seja efectuada através da entrega física do activo subjacente ou pela simples liquidação financeira.

Após a crise da década de setenta e o colapso do sistema de *Bretton Woods*, os agentes económicos sentiram necessidade de fazer face às alterações que se foram verificando nos mercados financeiros e assiste-se ao desenvolvimento de novos instrumentos, cada vez mais complexos, criados com a intenção de cobrir os riscos que iam surgindo. Verificou-se, por isso, nas últimas décadas, uma crescente evolução nos mercados de instrumentos derivados e um crescente volume de transacções com estes instrumentos, um pouco por todo o mundo. De acordo com o Parlamento Europeu (2010), em finais de Junho de 2009, os valores nominais de todos os tipos de contratos *over-the-counter* (OTC) transaccionados ascendiam a 605 biliões de dólares e os valores nominais dos derivados transaccionados em bolsa ascendiam a 425 biliões de dólares.

Estes instrumentos, apesar de permitirem coberturas de risco eficazes, trazem, a eles associados, outros riscos, resultantes das suas próprias características e das características dos mercados onde são transaccionados. Encontram-se geralmente associados aos instrumentos derivados os riscos de mercado, de liquidez, operacional, legal e de crédito (Alcarria Jaime, 1998; Borrás Pamies, 1998; Viana, 1999; Bloom e Fuglister, 1999; Dupont, 2009).

A má gestão destes riscos levou ao surgimento de diversas notícias, divulgadas pela comunicação social, de empresas que enfrentaram perdas avultadas, resultantes da contratação de instrumentos derivados. Os casos mais mediáticos foram o da multinacional alemã *Metallgesellschaft*, em 1994 (Ferreira, 1996; Miller, 1999), da *Procter & Gamble*, também

em 1994, e da *Gibson Greetings*, que arrastaram consigo o *Bankers Trust* (Ferreira, 1996; Miller, 1999), do Banco *Barings*, em 1995, da *Orange County* (Ferreira, 1996; Miller, 1999; Feay e Abdullah, 2001) e, mais recentemente, da operadora eléctrica norte americana *Enron*, que se alastrou à *Arthur Andersen* (Machado, 2003; Coelho, 2002).

Assim, na sequência destes acontecimentos, os utilizadores da informação financeira exigem que os potenciais resultados das operações com instrumentos derivados sejam reflectidos nas demonstrações financeiras, no sentido de evitar surpresas inesperadas. Os organismos de normalização contabilística defendem, então, o reconhecimento dos instrumentos derivados no balanço e a utilização do justo valor como critério de valorimetria, com o consequente reconhecimento de ganhos e perdas em resultados do período [*Financial Accounting Standards Board* (FASB), *Statement of Financial Accounting Standard* (SFAS) 133; *International Accounting Standards Board* (IASB), Norma Internacional de Contabilidade (NIC) 39].

Mais recentemente, os instrumentos derivados voltaram a ser alvo de atenção quando, em resultado da crise do mercado imobiliário, o grupo norte-americano AIG (*American International Group*) declarou perdas avultadas, resultantes da contratação de *credit default swaps* (CDS)<sup>1</sup> (Dupont, 2009; Pulfer, 2008). De facto, acabou por constatar-se que as grandes instituições financeiras norte-americanas, que, em 2007, iniciaram a última crise financeira internacional, transaccionavam instrumentos derivados, em especial CDS, muitas vezes com o propósito de se evadirem às exigências contabilísticas e legais de regulação de mercado (Quirk, 2010). Um dos motivos que levou os bancos a contratar este tipo de instrumento foi o facto de reduzirem, dessa forma, os requisitos mínimos de capital exigidos, levando a que muitas instituições assumissem uma série de compromissos com valores mínimos de capital para os assegurar (Crotty, 2009).

Segundo o Parlamento Europeu (2010: 4) “a falta de transparência e de regulamentação no mercado de derivados foram agravantes na crise financeira”. O mercado de derivados OTC sofreu uma evolução bastante significativa na última década (Parlamento Europeu, 2010; *The High-level Group on Financial Supervision in the European Union*, Relatório Larosière, 2009), em especial o mercado de CDS, mas na ausência de supervisão regulamentar (Dupont, 2009).

---

<sup>1</sup> *Credit default swaps* são instrumentos derivados de cobertura de risco de incumprimento de crédito. Foram lançados no mercado, em 1994, por alguns bancos, para reduzir o montante de capital exigido, em resultado do Acordo de Basileia, para cobrir os riscos de empréstimos concedidos, uma vez que permitiam a exclusão de alguns riscos do balanço (Dupont, 2009).

“O valor dos CDS atingiu 62 trilhões de dólares, em Dezembro de 2007, enquanto o valor máximo da dívida que supostamente se encontrava coberta por estes derivados era de cerca de 5 trilhões de dólares, o que demonstra claramente a especulação maciça que era levada a cabo pelos bancos e outros agentes do mercado” (Crotty, 2009: 569).

A falta de supervisão permitia que os participantes do mercado ocultassem informação relevante ao mercado, com o argumento de que se tratava de informação privada. Segundo Dupont (2009), as instituições financeiras, envolvidas na contratação destes instrumentos derivados, procuravam impedir o acesso a informação sobre a formação de preços, de forma a manter as suas comissões mais elevadas.

Na sequência da crise financeira, vários organismos internacionais têm vindo a estudar e desenvolver medidas para reduzir as consequências negativas dos produtos derivados OTC (Parlamento Europeu, 2010; Comissão de Mercado de Valores Mobiliários (CMVM), 2008), de entre as quais se destacam, as seguintes medidas, propostas pela Comissão Europeia (Parlamento Europeu, 2010), em Julho de 2009:

- reforço da normalização dos contratos de derivados;
- utilização de repositórios de transacções;
- reforço da utilização de um sistema de compensação por uma contraparte central; e
- aumento da utilização de mercados organizados.

A Comissão Europeia constituiu, em 2007, um grupo de trabalho com a missão de analisar as causas da crise financeira e de apontar soluções que permitissem garantir uma maior estabilidade do sistema financeiro e reforçar a sua supervisão (CMVM, 2008). Este grupo publicou, em 2009, o resultado do seu trabalho, no Relatório Larosière, onde propõe 31 recomendações para a reforma da supervisão do sistema financeiro europeu. Os próprios mercados de derivados OTC, nos Estados Unidos da América e na Europa, têm vindo a desenvolver uma série de medidas para reforçar e clarificar os mercados, sendo uma delas a adopção de contratos padronizados (Dupont, 2009).

Em resultado da falência ou quase falência de algumas instituições financeiras norte-americanas, como o *Lehman Brothers*, a AIG, o *Bears Stearns*, as atenções voltam-se, mais uma vez, para o sistema contabilístico, acusando-se, agora, o justo valor pela crise instaurada (Magnan, 2009). Criou-se um ambiente de desconfiança da informação financeira divulgada pelas empresas, que contribuiu, em parte, para a falta de confiança no sistema financeiro (Financial Crisis Advisory Group, 2009).

Ao realizar um diagnóstico da crise financeira, o Grupo dos 20 (G20) (2009) concluiu que:

- a fragilidade da divulgação de informação teve um papel significativo na crise;
- as informações divulgadas não foram suficientes para muitos investidores e outros participantes do mercado;
- as informações divulgadas nem sempre deixaram claro o tipo e magnitude dos riscos, incluindo aqueles associados a exposições fora-de-balanço;
- as informações divulgadas sobre as exposições ao risco de mercado e de crédito, particularmente em relação aos produtos estruturados, foram deficientes;
- as informações nem sempre foram divulgadas de forma clara e compreensível.

Assim, os organismos de normalização contabilística vêm-se confrontados com a necessidade de rever os normativos sobre instrumentos financeiros, procurando reduzir a sua complexidade e aumentar as exigências de divulgação de informação. O IASB encontra-se, neste momento, a desenvolver uma proposta de substituição da Norma Internacional de Contabilidade (NIC) 39, tendo já publicado, em Novembro de 2009, a primeira versão da Norma Internacional de Relato Financeiro (NIRF) 9 – Instrumentos Financeiros. O FASB publicou, em Maio de 2010, uma proposta de norma sobre reconhecimento, mensuração e imparidade de instrumentos financeiros, abordando também questões relacionadas com a contabilidade de cobertura.

Por seu lado, os membros do *Basel Committee on Banking Supervision* (BCBS) acordaram já sobre a estrutura em que deverá assentar o novo Acordo de Basileia III, que pretende fortalecer o sistema de regulamentação financeira e deverá começar a ser implementado em 2013.

Em Portugal, é apenas em 1987 que se introduz na legislação nacional a regulamentação sobre *forwards* de taxas de câmbio, permitindo às empresas nacionais a cobertura do risco cambial das suas importações. Os *Forward Rate Agreements* (FRA's) passaram a ser negociados apenas em 1990, altura em que se assinou um protocolo interbancário que permitia a cobertura de risco de taxas de juro através daquele instrumento.

Posteriormente, em 1991, é aprovado o Código do Mercado de Valores Mobiliários, constituindo um marco assinalável na evolução do nosso mercado de capitais. O Decreto-lei que aprovou tal código (Decreto-lei n.º 142-A/91, de 10 de Abril) já regulamentava as operações a prazo. No entanto, foi o Decreto-lei n.º 196/95, de 29 de Julho, que introduziu os conceitos, regras e princípios fundamentais da organização e funcionamento necessário

ao início de actividade do mercado de derivados. É este mesmo decreto que vem sancionar o acordo estabelecido entre as Bolsas de Valores de Lisboa e Porto, através da dedicação exclusiva da primeira às operações a contado e da segunda às operações a prazo, nascendo, assim, a Bolsa de Derivados do Porto (BDP).

A BDP surgiu quando, em 1992, a Bolsa de Valores do Porto (BVP) entregou à CMVM o Projecto de Regulamento das Operações Firmes a Prazo e, em 1993, pede formalmente permissão àquela entidade para implementar um mercado organizado de Futuros e Opções. Assim, em 31 de Maio de 1994 realiza-se a última sessão de bolsa à vista na BVP (Peixoto, 1999).

Em 1995, é publicado o Decreto-lei n.º 196/95, de 29 de Julho que “veio impor a ‘especialização’ das bolsas de valores, atribuindo, com exclusividade, a realização de operações a contado à Bolsa de Valores de Lisboa e a futura realização de operações a prazo à Bolsa de Valores do Porto” (Bolsa de Valores de Lisboa e Porto (BVLP), 2001 a). O mercado de derivados inicia, assim, a sua actividade em 20 de Junho de 1996, “com o lançamento de dois contratos de futuros, sobre taxas de juro de longo prazo (Futuros OT 10) e sobre o índice accionista PSI-20 (Futuros PSI 20)” (BDP, 1999: 5), data em que é inaugurada a BDP.

Em Dezembro de 1999, as duas Associações de Bolsa foram transformadas numa única sociedade anónima que integrou a gestão do mercado de operações a contado e a prazo (BVLP, 2001 a) e, em Fevereiro de 2000, dá-se a fusão das anteriormente denominadas, Associação da Bolsa de Valores de Lisboa e Associação da Bolsa de Derivados do Porto, dando origem à sociedade anónima BVLP – Sociedade Gestora de Mercados Regulamentados, S.A.

Em 28 de Março de 2001, o Presidente da Comissão Executiva da BVLP e o Director Geral do Mercado Espanhol de Futuros Financeiros (MEFF) anunciam a interligação das respectivas plataformas de negociação de produtos derivados, “de modo a permitir que todos os membros dos dois mercados negociem os contratos de derivados oferecidos pelo outro mercado” (BVLP, 2001 b).

Em 13 de Junho de 2001, foi assinado um *Memorandum of Understanding* entre a Euronext e a BVLP que define as linhas gerais da fusão entre os dois mercados (BVLP, 2002). A Euronext foi criada em Setembro de 2000, na sequência da fusão das bolsas de Paris,

Amsterdão e Bruxelas, à qual também aderiu a Bolsa de Derivados de Londres (*Liffe*)<sup>2</sup>, mas apenas para o mercado de derivados ([www.euronext.com](http://www.euronext.com)). Em 20 de Dezembro de 2001, a *Euronext* e a BVLP assinam o acordo de fusão entre as duas e, a 6 de Fevereiro de 2002, a BVLP altera a sua denominação para *Euronext Lisbon* ([www.euronext.com](http://www.euronext.com)). Em resultado desta operação, a BVLP tornou-se numa subsidiária detida a 100% pela *Euronext*. Os instrumentos derivados negociados na BVLP foram integrados na *Euronext* e os membros da anterior BVLP passaram a aceder a um conjunto mais alargado de produtos, tais como futuros e opções sobre mercadorias, taxas de juro e de câmbio, obrigações e futuros (BVLP, 2002).

Em 2004, o mercado de derivados de Lisboa integrou a plataforma de negociação *Liffe Connect* da *Euronext* (NYSE *Euronext*, 2009). O sistema *Liffe Connect* consiste na mais sofisticada plataforma de negociação de acesso electrónico para instrumentos derivados<sup>3</sup> e facilita o acesso aos instrumentos derivados portugueses por parte dos investidores internacionais (Euronext, 2004). Desde essa data “foram introduzidas várias alterações no mercado com o objectivo de melhorar o seu desempenho e aumentar a liquidez” (NYSE *Euronext*, 2009).

Conclui-se, assim, que o mercado de derivados em Portugal evoluiu significativamente desde o surgimento do primeiro contrato a prazo. De acordo com o Banco de Portugal (BP) (2010), o volume diário médio de transacções<sup>4</sup>, em derivados OTC cambiais, passou de 1.721 milhões de dólares, em 2001, para 3.654 milhões de dólares, em 2010 e, em derivados OTC sobre taxas de juro, passou de 328 milhões de dólares, em 2001, para 739 milhões de dólares, em 2010. No mercado organizado, de acordo com a *Euronext* (2009), durante o ano de 2009 o número médio de contratos transaccionados diariamente no mercado de Lisboa ascendeu a 920, correspondente a um volume médio diário de 1.920 mil euros.

Face ao exposto, consideramos pertinente, no momento actual, analisar as práticas de divulgação adoptadas pelas empresas portuguesas, no que concerne às operações realizadas nos mercados de derivados e aos riscos incorridos com a sua contratação. Em concreto, propomo-nos analisar a informação divulgada pelas empresas cotadas em bolsa e pelas empresas pertencentes ao sector bancário e ao sector segurador.

---

<sup>2</sup> A adesão da *Liffe* à *Euronext* deu-se na mesma data que a adesão da BVLP.

<sup>3</sup> Esta plataforma é também utilizada pelas *Chicago Board of Trade*, *Tokyo Financial Futures Exchange* e *Nasdaq LIFFE Markets*.

<sup>4</sup> Valores reportados a Abril de cada ano.

## Objectivos e perguntas de investigação

Pretendemos, com este trabalho de investigação, dar resposta a questões como: que tipo de informação, sobre operações com instrumentos derivados, é divulgada por parte das empresas portuguesas? Qual a extensão da informação divulgada? O nível de divulgação evoluiu ao longo do tempo? Qual o impacto da adopção do normativo do IASB na informação divulgada? Quais são os factores determinantes da divulgação de informação sobre instrumentos derivados?

Para o efeito, definimos, como principais objectivos de investigação: identificar a extensão de divulgação, relativa a instrumentos derivados, apresentada pelas empresas portuguesas, analisar a evolução no nível de divulgação e identificar os seus factores determinantes. Assim, decidimos analisar a informação divulgada pelas empresas cotadas em bolsa, durante o período de 2003 a 2009, e pelas empresas pertencentes ao sector bancário e ao sector segurador, durante o exercício de 2009.

No que concerne aos factores determinantes, procurámos averiguar, à luz das Teorias de Sinalização, da Agência, de *Proprietary Costs*, de Legitimidade e Institucional, se determinadas características empresariais têm influência na extensão de informação divulgada. Assim, tendo, também, em consideração os resultados obtidos por outros autores, analisámos a influência, na informação divulgada sobre operações com instrumentos derivados, do tamanho da empresa, da concentração de capital, da participação dos órgãos de administração e fiscalização no capital da sociedade, do nível de rentabilidade e de endividamento, da percentagem de directores independentes no Conselho de Administração, da divulgação de informação sobre actividades de investigação e desenvolvimento, da qualidade do auditor externo, do facto de a empresa ter procedido a um aumento de capital durante o exercício em análise, da existência de sistemas de incentivos baseados em acções, do sector económico onde a empresa se insere, do rácio *market-to-book value*, da notoriedade da empresa e do facto de a informação divulgada se reportar a exercícios anteriores, ou posteriores, à adopção do normativo do IASB.

## Contributos da investigação

Esperamos que a investigação realizada e os resultados obtidos contribuam para a percepção das práticas de divulgação adoptadas pelas empresas portuguesas, relativamente às operações levadas a cabo no mercado de derivados. Uma vez que, no que concerne às empresas cotadas em bolsa, analisamos a informação divulgada ao longo de sete exercícios económicos, esperamos que o nosso estudo contribua para a percepção da forma como

tem vindo a evoluir a informação divulgada pelas empresas, no que concerne a operações realizadas em mercados de derivados.

Esperamos, ainda, contribuir para a percepção da influência do normativo contabilístico nas práticas de divulgação adoptadas, uma vez que nos propomos analisar a informação divulgada pelas referidas empresas durante o período que antecedeu a obrigatoriedade de adopção do normativo do IASB, na preparação e elaboração de contas consolidadas, e o período posterior.

Sendo o primeiro estudo realizado em Portugal sobre divulgação de informação, relacionada com instrumentos derivados, nas empresas pertencentes ao sector bancário e ao sector segurador, esperamos contribuir para a percepção das práticas de divulgação adoptadas pelas empresas financeiras a operar no nosso país.

Finalmente, este estudo pode ainda contribuir para a investigação sobre os determinantes da divulgação de informação, uma vez que analisamos, também, a associação existente entre determinadas características empresariais e a divulgação de informação sobre instrumentos derivados.

Os resultados deste estudo poderão ser úteis para os investidores, os gestores das empresas, os organismos de emissão de normalização contabilística, os organismos responsáveis pela regulação dos mercados e investigadores, interessados na informação que as empresas divulgam sobre operações com instrumentos derivados e seus factores determinantes.

### **Descrição da investigação**

O processo de investigação teve início com a realização de uma revisão da literatura, que serviu de base para definir a metodologia de investigação, elaborar as questões de investigação e definir as hipóteses a comprovar.

Como metodologia de investigação, recorreremos ao paradigma positivista, com recurso aos métodos quantitativos para tratamento e análise de dados. Recorreremos à análise de conteúdo, como técnica de recolha de dados, classificando a informação recolhida em atributos, de forma a quantificá-la e medir a extensão de divulgação. Para o efeito foram construídos dois índices de divulgação, tendo em consideração as exigências contidas no normativo do IASB e as recomendações de divulgação emitidas, em conjunto, pelo *Basel Committee on Banking Supervision* e pela *International Organization of Securities Commissions* (IOSCO), respectivamente.



As empresas seleccionadas, para realizar a investigação empírica, foram as empresas cotadas em bolsa e as empresas pertencentes ao sector bancário e ao sector segurador (doravante identificadas como empresas financeiras), a operar em Portugal.

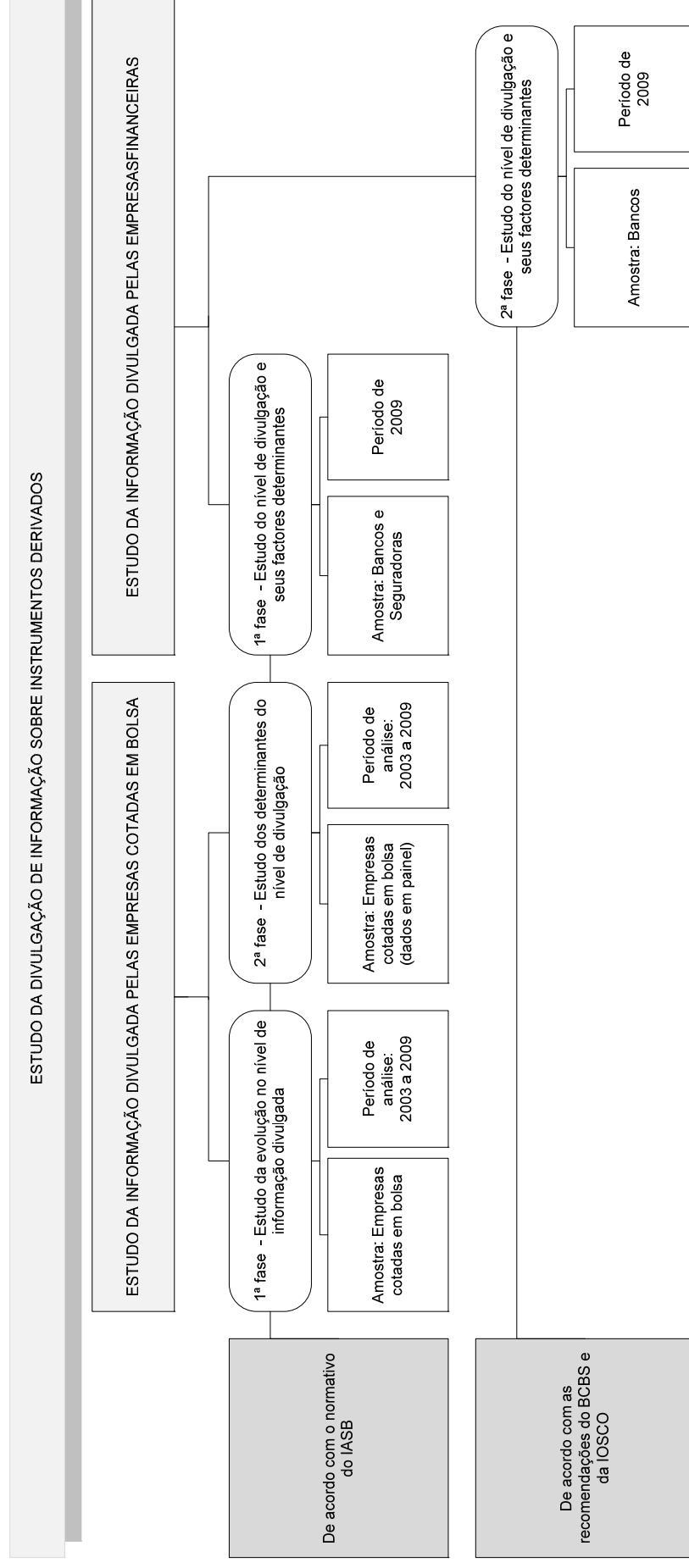
A investigação foi efectuada em duas etapas, definidas a partir das empresas objecto de análise: na primeira etapa de investigação, foi analisada a informação divulgada pelas empresas cotadas na *Euronext Lisbon*, durante o período de 2003 a 2009; e, na segunda etapa de investigação, foi analisada a informação divulgada pelas empresas financeiras, durante o exercício de 2009.

Assim, para as empresas cotadas em bolsa, aplicámos o índice de divulgação elaborado com base no normativo do IASB e efectuámos, numa primeira fase de investigação, uma análise da extensão de divulgação e da evolução no nível de divulgação. Posteriormente, numa segunda fase, procedemos à identificação dos factores determinantes do nível de divulgação, através de uma análise univariada e multivariada, com recurso ao tratamento de dados em painel.

Para as empresas financeiras, aplicámos, numa primeira fase, o índice de divulgação elaborado de acordo com o normativo do IASB, às empresas pertencentes ao sector bancário e ao sector segurador, e analisámos a informação divulgada, identificando os seus factores determinantes. Posteriormente, numa segunda fase de investigação, aplicámos o índice de divulgação elaborado com base nas recomendações do BCBS e da IOSCO, apenas às empresas pertencentes ao sector bancário, identificando o nível de divulgação e seus factores determinantes.

Apresentamos, na figura 1, a seguir, um esquema resumo da investigação efectuada.

Figura n.º 1 – Esquema do estudo



## Estrutura da tese

Para cumprir com os objectivos definidos, após esta introdução, na qual apresentamos as motivações para a investigação e definimos os principais objectivos do estudo, estruturamos o nosso trabalho em três capítulos: o primeiro capítulo dedicado ao enquadramento teórico do estudo e os dois últimos capítulos dedicados aos estudos empíricos.

No primeiro capítulo expõem-se, no ponto 1, as premissas básicas das Teorias de Sinalização, da Agência, de *Proprietary Costs*, de Legitimidade e Institucional, que elegemos como suporte teórico de referência para realizar a nossa investigação. No ponto 2, descrevem-se os principais desenvolvimentos efectuados nos normativos contabilísticos sobre instrumentos derivados, quer a nível internacional, quer a nível nacional, e efectua-se um enquadramento normativo do estudo, apresentando as exigências contidas nas normas contabilísticas que vigoravam, em Portugal, durante o período de 2003 a 2009. No ponto 3 efectua-se uma revisão dos diversos estudos empíricos, realizados em diferentes países, sobre divulgação de informação relacionada com instrumentos derivados. Este capítulo introdutório servirá de ponto de partida para os estudos empíricos realizados, que constituem o principal contributo deste trabalho de investigação.

O capítulo dois é dedicado à apresentação do estudo da informação divulgada, sobre operações com instrumentos derivados, por parte das empresas cotadas em bolsa. Este estudo encontra-se estruturado em duas fases de investigação distintas:

- numa primeira fase, efectua-se uma análise do tipo de informação divulgada e analisa-se a evolução, verificada no nível de divulgação, ao longo do período de 2003 a 2009, observando-se o impacto da adopção do normativo do IASB nesse nível de divulgação;
- na segunda fase de investigação, identificam-se os factores determinantes do nível de divulgação de informação sobre instrumentos derivados, no período de 2003 a 2009, com recurso à análise de dados em painel.

O capítulo três é dedicado à apresentação do estudo da informação divulgada, sobre operações com instrumentos derivados, por parte das empresas financeiras, e encontra-se, também, estruturado em duas fases de investigação distintas:

- na primeira fase de investigação, analisa-se a informação divulgada, por parte das empresas pertencentes ao sector bancário e ao sector segurador, tendo por base o

normativo do IASB. Analisa-se o tipo de informação divulgada, a extensão da divulgação e identificam-se os seus factores determinantes;

- na segunda fase de investigação, analisa-se a informação divulgada, por parte das empresas pertencentes apenas ao sector bancário, tendo por base as recomendações contidas na publicação conjunta do BCBS e da IOSCO, identificando-se o tipo de informação divulgada, a extensão da divulgação e seus factores determinantes.

Estes dois capítulos encontram-se estruturados de forma idêntica: no ponto 1 definem-se os objectivos e formulam-se as hipóteses de investigação a comprovar, em cada uma das fases definidas. No ponto 2 é descrita a metodologia de investigação adoptada e, finalmente, nos pontos 3 e 4 são apresentados os resultados obtidos na 1ª fase e na 2ª fase de investigação, respectivamente.

O trabalho finaliza com a apresentação das principais conclusões e implicações do mesmo, derivadas, tanto do enquadramento teórico, como do estudo empírico realizado, com referência às principais limitações do estudo e definição de futuras linhas de investigação. Por fim apresentam-se os apêndices, com informação complementar relacionada com os estudos empíricos realizados, e a bibliografia consultada.

**CAPÍTULO I – ENQUADRAMENTO TEÓRICO, ENQUADRAMENTO  
NORMATIVO E REVISÃO DE ESTUDOS EMPÍRICOS**



## Introdução

---

A divulgação de informação sobre operações com instrumentos derivados e riscos incorridos com a sua contratação tem suscitado algum debate, a nível internacional, principalmente após os acontecimentos que levaram ao surgimento da recente crise financeira internacional. Os instrumentos derivados encontram-se associados a alguns desastres financeiros e a sua complexidade tem suscitado algumas inquietações, por parte dos utilizadores das demonstrações financeiras, preocupados em perceber de que forma as empresas efectuem as suas operações nos mercados de derivados e quais os riscos associados às mesmas.

O principal objectivo deste trabalho de investigação prende-se com a análise das práticas de divulgação, adoptadas pelas empresas portuguesas, relativamente às operações com instrumentos derivados, e seus factores determinantes. Contudo, importa, antes de mais, estabelecer um enquadramento do estudo, que permita a percepção, por parte do leitor, das teorias que sustentam esta investigação, do estado de evolução no normativo, nacional e internacional, sobre divulgação de informação sobre instrumentos derivados e do estado da arte em termos de investigação nesta área.

Deste modo, ao longo deste capítulo efectuámos, no ponto 1, um enquadramento teórico da investigação. Decidimos enquadrar o nosso estudo à luz das Teorias de Sinalização, da Agência, de *Proprietary Costs*, de Legitimidade e Institucional, as quais serão brevemente resumidas neste ponto. Posteriormente, estabelecemos, no ponto 2, um enquadramento normativo, descrevendo sumariamente o processo de evolução na definição de normas sobre reconhecimento, mensuração e divulgação de informação sobre instrumentos derivados, quer a nível internacional, quer a nível nacional. Apresentamos as exigências contidas no normativo em vigor no nosso país, durante o período de investigação, e estabelecemos um cenário sobre perspectivas futuras. Finalmente, no ponto 3, apresentamos uma revisão de estudos empíricos, realizados por outros autores, em diferentes países, sobre utilização e divulgação de informação sobre instrumentos derivados. Terminamos com a apresentação das principais conclusões.

## **1. Enquadramento Teórico**

---

Ao longo do tempo, os investigadores na área de análise da informação divulgada pelas empresas, têm vindo a sustentar os seus estudos em diversas teorias, procurando justificar os motivos que levam as empresas a divulgar, ou não, determinado tipo de informação. Todavia, não foi, ainda, possível identificar uma única teoria que explique completamente, por si só, o fenómeno da divulgação de informação por parte das empresas.

Algumas das teorias que procuram explicar o processo de decisão sobre que tipo de informação divulgar centram-se na análise de determinados custos e benefícios, resultantes da maior ou menor divulgação. As empresas deverão ter em consideração uma série de custos e benefícios, quando decidem que políticas de divulgação deverão adoptar: para além dos custos directos de recolha, tratamento e disseminação da informação, existe uma série de custos indirectos, difusos e difíceis de medir (Larrán Jorge e García-Meca, 2004). A ponderação destes custos e benefícios conduz a que se tomem decisões sobre divulgar mais ou menos informação, sobre determinadas actividades e sobre os resultados obtidos com as mesmas.

A existência de assimetrias de informação, entre gestores e detentores de capital e entre estes e os potenciais investidores, gera custos de agência e custos de capital que importa minimizar. As empresas terão, assim, tendência para aumentar os níveis de divulgação de informação como uma forma de redução daquelas assimetrias de informação, mas também como uma forma de se legitimarem perante a sociedade. Todavia, os benefícios do aumento do nível de divulgação terão que ser contrabalançados com os custos, associados à divulgação de informação que possa ser utilizada de forma prejudicial pelas empresas competidoras.

No que concerne às actividades com instrumentos derivados, a sua conotação com a existência de riscos elevados, associados à sua contratação, e com alguns desastres, amplamente noticiados pelos meios de comunicação social, faz com que as empresas ponderem, de forma séria, o que deverão e o que não deverão divulgar sobre este tipo de operações. Estas empresas enfrentam um sério dilema: por um lado, encontram-se tentadas a esconder a sua actuação no mercado de derivados, com receio de que a mesma possa ser interpretada como estando associada a elevados riscos; por outro lado, a falta de divulgação, clara e detalhada, sobre este tipo de operações, pode também conduzir a uma má percepção da verdadeira intenção de negociação deste tipo de instrumentos, que, na maior parte dos casos, é, precisamente, a de cobertura de riscos em outras actividades da



empresa. Para além disso, é importante a percepção dos riscos efectivamente incorridos e, principalmente, das práticas adoptadas na gestão desses riscos. A falta de divulgação ou a divulgação de informação insuficiente pode levar a uma má percepção da sua actuação, levando a empresa a incorrer em custos de legitimidade e em custos de capital. As empresas sofrem, por isso, pressões, emitidas pelos diversos *stakeholders*, que as incentivam à divulgação de informação suficiente e fiável.

Por outro lado, os gestores das empresas que operam nos mercados de derivados poderão ter interesse em esconder informação relevante sobre as suas estratégias de cobertura de risco, receando a revelação de informação privada, que possa pôr em causa a sua própria reputação (Marshall e Weetman, 2002). Surgem, assim, custos de agência, uma vez que os detentores de capital estarão interessados em monitorar a actuação dos gestores e criarão mecanismos que os obriguem a revelar toda a informação relevante.

Contudo, as empresas precisam ponderar os benefícios da divulgação de informação com os custos derivados da utilização indevida dessa informação, levando as empresas a optar pela não divulgação. De Marzo e Duffie (1995) demonstram que a divulgação total das operações de cobertura de risco, promove a divulgação de informação exclusiva do gestor, ameaçando a sua reputação e incentivando-o a não cobrir totalmente o risco, deixando a empresa exposta a mais riscos do que os necessários. Nestas circunstâncias, os accionistas não estarão interessados em promover a divulgação total.

Deste modo, cremos que a definição das políticas de divulgação sobre as operações com instrumentos derivados, está intimamente relacionada com os custos e benefícios que as empresas esperam enfrentar com essa divulgação. Decidimos, por isso, enquadrar o nosso estudo à luz das Teorias de Sinalização, da Agência, de *Proprietary Costs*, de Legitimidade e Institucional.

### 1.1. Teoria de Sinalização

A Teoria de Sinalização, também conhecida por Teoria de Assimetria da Informação (Auronen, 2003), desenvolveu-se a partir dos trabalhos publicados na década de 1970, por George Akerlof<sup>5</sup> e Michael Spence<sup>6</sup>, laureados com o Prémio Nobel de Ciências

---

<sup>5</sup> *The Market for Lemons: Quality Uncertainty and the Market Mechanism* (Akerlof, 1970).

<sup>6</sup> *Job Market Signaling* (Spence, 1973).

Económicas, em 2001, juntamente com Joseph Stiglitz, pelo trabalho desenvolvido na análise de mercados com informação assimétrica.

O trabalho de Akerlof (1970) baseia-se no mercado de automóveis usados e explica as consequências da existência de assimetrias de informação entre compradores e vendedores de determinado produto. Assenta no pressuposto de que os vendedores têm informação sobre a qualidade dos seus produtos, mas os compradores não. Deste modo, os compradores tenderão a avaliar a totalidade dos produtos ao mesmo valor, assumindo um valor médio. Uma vez que os vendedores dos produtos de maior qualidade não estarão interessados em vender àquele preço, acabarão por sair do mercado e o mercado poderá entrar em colapso (Bar-Yosef e Livnat, 1984; Morris, 1987). Assim, os vendedores dos produtos de maior qualidade terão incentivos para enviar um sinal para o mercado sobre a qualidade dos seus produtos, de forma a gerar um aumento dos seus preços (Akerlof, 1970; Bar-Yosef e Livnat, 1984; Morris, 1987). Contudo, este sinal terá um custo para o vendedor e, quanto maior for esse custo, maior será a qualidade percebida do produto, uma vez que maior será a perda do vendedor, se o produto não provar ser de elevada qualidade. No equilíbrio, os compradores irão avaliar, de forma adequada, os preços dos produtos e os vendedores acabarão por revelar a verdadeira qualidade dos mesmos (Bar-Yosef e Livnat, 1984).

Na mesma linha, o artigo de Spence (1973) baseia-se no mercado de trabalho e nas assimetrias de informação existentes entre o empregador e o candidato ao emprego. Os candidatos possuem determinadas características que não podem ser alteradas (tais como o género e a raça), denominadas de “índices”, e outras características que poderão alterar (como, por exemplo, o nível de educação), denominadas de “sinais”. Os empregadores, tendo em consideração a sua experiência passada sobre os índices e sinais dos candidatos, criam determinadas expectativas relativamente à sua produtividade e definem os valores dos salários a pagar. Por sua vez, os candidatos, incorrem em custos de sinalização (que poderão ser monetários ou apenas físicos), de forma a alterar as características que podem manipular, no sentido de maximização dos seus salários. Posteriormente, após a contratação dos candidatos, os empregadores observam as suas capacidades produtivas e ajustam novamente as suas percepções sobre as características dos candidatos e definem novos valores para os salários. Deste modo, o processo de sinalização é visto como uma forma de redução das assimetrias de informação entre o empregador e o candidato ao emprego.

Esta teoria estende-se à percepção da qualidade das empresas e assenta na assimetria de informação entre os gestores e os detentores de capital e credores da sociedade e entre os potenciais investidores. Assume-se que os gestores possuem melhores informações sobre os futuros fluxos de caixa da empresa e os accionistas terão incentivos para induzir os gestores a revelar essa informação ao mercado de capitais, de forma a ajustar o valor da empresa aos futuros fluxos de caixa esperados pelo gestor (Bar-Yosef e Livnat, 1984). Assim, as empresas de maior qualidade tenderão a optar por políticas de divulgação que lhes permitam revelar a sua qualidade superior, enquanto as empresas de menor qualidade tenderão a esconder a sua qualidade inferior (Morris, 1987). Contudo, uma vez que a não divulgação de determinada informação poderá ser interpretada como um sinal para o mercado, as empresas terão tendência para optar pela sua divulgação. No limite, teoricamente, atinge-se o equilíbrio com a divulgação total, por parte de todas as empresas, uma vez que todas terão incentivos em divulgar todos os atributos que as distinguem positivamente das demais, de forma a maximizar os seus próprios interesses (Campbell, *et al.*, 2001).

Nesta linha de investigação, temos assistido, nos últimos anos, ao surgimento de diversos estudos (Welker, 1995; Botosan, 1997; Sengupta, 1998; Healy, *et al.*, 1999; Leuz e Verrecchia, 2000; Botosan e Plumlee, 2002; Poshakwale e Courtis, 2005; Nikolaev e Lent, 2005; Cheng, *et al.*, 2006; Kristandl e Bontis, 2007; Francis, *et al.*, 2008; Alvarez Gómez e Rodríguez Pérez, 2010) que procuram medir a associação existente entre o nível ou a qualidade da divulgação e os custos de capital, que levaram ao desenvolvimento de alguns modelos teóricos que procuram explicar aquela associação (Lambert, *et al.*, 2007; Hughes, *et al.*, 2007). Segundo estes modelos, as empresas que apresentam maiores níveis de divulgação têm menores custos de capital do que as empresas não divulgadoras. Com base neste pressuposto, Cheynel (2009) apresenta uma proposta de uma teoria da associação entre a divulgação voluntária e os custos de capital.

A hipótese de que um nível de divulgação mais elevado contribui para a redução dos custos de capital tem vindo a ser testada segundo duas perspectivas:

- a primeira assenta na ideia de que a divulgação de informação reduz a incerteza dos investidores e, por isso, atrai investidores de longo prazo, afectando positivamente o valor de mercado das acções e reduzindo os custos de emissão de capital. Por outro lado, a existência de assimetrias de informação gera custos ao introduzir uma selecção adversa nas transacções entre compradores e vendedores das acções de determinada empresa, levando à diminuição dos níveis de liquidez dessas acções. Dessa forma, para fazer face à relutância

dos investidores em manter acções num mercado ilíquido, as empresas acabarão por emitir capital a valores mais baixos, aumentando os custos de capital (Botosan, 1997; Leuz e Verrecchia, 2000);

- a segunda assenta no pressuposto de que os investidores utilizam a informação divulgada para prever os futuros fluxos de caixa e estimar o valor actual dos seus investimentos. A divulgação de informação relevante diminui a incerteza e o risco estimado, reduzindo, dessa forma, os custos de capital (Poshakwale e Courtis, 2005; Botosan, 1997) e os custos de financiamento (Sengupta, 1998). A falta de divulgação de determinadas informações afecta a percepção que os investidores possam ter sobre a actual situação da empresa e sobre as suas expectativas futuras (Larrán Jorge e García-Meca, 2004). Deste modo, os potenciais investidores e credores da entidade terão em consideração a falta dessa informação na determinação do nível de risco associado ao investimento. A empresa enfrentará, então, custos de capital mais elevados.

O compromisso de aumentar os níveis de divulgação reduz a possibilidade de assimetrias de informação, quer entre a própria empresa e os seus accionistas, quer entre potenciais compradores e vendedores das acções da empresa, diminuindo a probabilidade de emissão de capital a valores mais baixos (Leuz e Verrecchia, 2000; Botosan, 1997). De acordo com Verrecchia (1999), maiores níveis de divulgação resultam em mercados mais líquidos e, por isso, em menores custos de capital, o que representa um incentivo à divulgação total.

Todavia, de acordo com Larrán Jorge e García-Meca (2004) é muito difícil de evidenciar empiricamente que os custos de capital reduzem com o aumento da divulgação de informação. Apesar de existirem vários estudos empíricos, que procuram verificar os efeitos do aumento de divulgação no mercado, não é possível extrapolar conclusões sobre a existência de uma associação negativa entre o nível de divulgação e os custos de capital (Larrán Jorge e García-Meca, 2004; Poshakwale e Courtis, 2005; Alvarez Gómez e Rodríguez Pérez, 2010).

Healy e Palepu (2001) apresentam as seguintes soluções para o problema da assimetria de informação:

- a definição de contratos, entre os investidores e os empresários, que forneçam incentivos à divulgação total de informação privada, conduzindo à redução do problema de má avaliação das empresas por parte dos investidores;
- a regulamentação da divulgação, que exija a apresentação de toda a informação detida pelos gestores;

- finalmente, o papel desempenhado pelas agências de *rating* e pelos analistas financeiros, que actuam na busca de informação que lhes permita descobrir as informações privadas detidas pelos gestores.

No que concerne à informação sobre operações com instrumentos derivados, a sua divulgação permite a percepção dos riscos incorridos e do perfil de risco da entidade, levando a melhores decisões económicas. Uma entidade que divulgue informação reduzida sobre o seu perfil de risco, encontra-se sujeita a rumores e más interpretações por parte dos participantes do mercado, o que poderá resultar em maiores custos de capital (BCBS e IOSCO, 1995b). Têm vindo a ser publicados alguns estudos empíricos (Seow e Tam, 2002; Elliott-Brownell, 2004; Wang, *et al.*, 2005; Hassan, *et al.*, 2006; Ahmed, *et al.*, 2006; Ameer, 2009; Hassan e Mohd-Saleh, 2010) que analisam a importância, atribuída pelo mercado, à informação divulgada sobre instrumentos derivados e que comprovam que o valor das acções é influenciado pela informação divulgada<sup>7</sup>. Os resultados obtidos por estes autores permitem-nos concluir que o nível de divulgação sobre instrumentos derivados poderá influenciar o custo de capital das empresas divulgadoras.

## **1.2. Teoria da Agência**

Um problema da agência surge quando a prosperidade de uma parte (o principal) depende das acções de outra parte (o agente) e o problema reside em motivar o agente a actuar, não apenas no seu próprio interesse, mas também no interesse do principal. Deste modo, os custos de agência encontram-se associados à necessidade de estabelecer mecanismos que permitam monitorizar a actuação do agente.

“A relação de agência define-se como um contrato através do qual uma ou mais pessoas (o principal) contrata outra pessoa (o agente) para que preste um determinado serviço, que envolve a delegação de algumas tomadas de decisão no agente. Se as duas partes do contrato forem maximizadores de utilidade, existem razões para crer que o agente não irá actuar sempre no melhor interesse do principal” (Jensen e Meckling, 1976).

A Teoria da Agência define as empresas como uma rede de relações contratuais (Jensen e Meckling, 1976), podendo identificar-se três tipos de conflitos de agência (Hansmann e Kraakman, 2004):

---

<sup>7</sup> Apresentamos, no ponto 3 deste capítulo, uma revisão mais detalhada dos estudos referidos.

- o primeiro envolve os proprietários e os gestores. O problema reside em assegurar que o gestor (agente) irá agir no interesse dos proprietários (principal);
- o segundo envolve os accionistas maioritários (agentes) e os accionistas minoritários (principais). O problema reside em assegurar que os accionistas maioritários não se apropriem da riqueza em prejuízo dos accionistas minoritários;
- finalmente, o terceiro conflito envolve a própria empresa e todas as partes com as quais estabelece relações contratuais, como os credores, os empregados e os seus clientes. O problema aqui reside em assegurar que a empresa não irá actuar oportunisticamente em prejuízo daqueles.

A base desta teoria assenta no pressuposto da existência de um conflito de interesses, entre o agente e o principal, e de que os agentes irão actuar de forma oportunista, procurando tirar o maior proveito da sua posição, o que conduz aos custos de agência. Jensen e Meckling (1976) definem os custos de agência como a soma das despesas incorridas pelo principal para monitorar o agente, os custos incorridos pelo agente para assegurar o cumprimento do contrato e os custos residuais, resultantes da possibilidade de o agente não actuar sempre no interesse do principal.

Numa perspectiva mais restrita, os custos de agência podem ser analisados na perspectiva dos conflitos existentes entre os detentores de capital e os gestores das empresas. A existência de uma separação entre a propriedade e a gestão, quando os detentores de capital não actuam como gestores, conduz ao estabelecimento de um contrato com o gestor, que actua como agente daqueles. Numa outra perspectiva, existem custos de agência na relação existente entre a empresa e os seus credores. Estabelecem-se, então, mecanismos de controlo, definindo-se cláusulas contratuais que procurem diminuir os conflitos de interesses existentes e incentivem os gestores a actuarem no interesse dos proprietários do capital ou dos credores. A definição de sistemas de remuneração baseados em acções, ou dependentes dos resultados apresentados, a contratação de auditores externos e de directores independentes são alguns dos mecanismos utilizados (Patelli e Prencipe, 2007; Donnelly e Mulcahy, 2008).

A divulgação de informação desempenha um papel importante na diminuição dos custos de agência, uma vez que assegura a diminuição das assimetrias de informação existentes, quer entre os detentores de capital e gestores, quer entre a empresa e os seus credores e potenciais investidores. Uma vez que a informação financeira pode ser uma das formas de monitorar os gestores, estes estarão interessados em divulgar informação adicional ao

mercado (Depoers, 2000), como uma forma de afectar positivamente o preço das acções, que lhes poderá garantir maiores retribuições.

Aggarwal e Simkins (2004) obtêm evidência empírica da influência dos custos de gestão e de agência, bem como dos custos políticos e estratégicos na decisão de divulgação de informação sobre instrumentos derivados.

### **1.3. Teoria de *Proprietary Costs***

A Teoria de *Proprietary Costs* assenta no pressuposto de que as empresas limitam a divulgação voluntária de informação, devido à existência de custos associados à própria divulgação. Estes custos não estão apenas relacionados com os custos de preparação e disseminação da informação, mas, principalmente, com os custos associados com a divulgação de determinada informação, que possa ser estrategicamente utilizada pelos restantes agentes de mercado em seu próprio benefício e em detrimento da empresa divulgadora.

A decisão sobre a divulgação de informação ao investidor é influenciada pela preocupação de que tal informação possa danificar a posição competitiva de determinada empresa no mercado (Healy e Palepu, 2001; Larrán Jorge e García-Meca, 2004). Por exemplo, a divulgação detalhada sobre novos produtos contém informação sobre as perspectivas futuras da empresa para os seus accionistas, mas também pode revelar informação estratégica aos seus competidores. Esta informação contém efeitos positivos e negativos para os accionistas. Os efeitos negativos são os *proprietary costs* (Darrrough, 1993).

Segundo esta teoria, a informação detida por determinada empresa é considerada *proprietary* quando a decisão de entrar no mesmo mercado, tomada por uma outra empresa competidora, depende da percepção que detém da informação da primeira. O relatório financeiro publicado pela empresa é entendido como uma fonte de informação para o competidor (Dye, 1985). Assim, determinada empresa limita a informação divulgada ao mercado devido à existência de custos relacionados com a divulgação de informação que pode ser utilizada, pelos seus competidores e outras entidades, de forma prejudicial. Os modelos teóricos (Dye, 1985; Verrecchia, 1983; Newman e Sansing, 1993; Gigler, 1994; Baiman e Verrecchia, 1996; Hayes e Lundholm, 1996) sugerem que, ao tomar a decisão sobre a divulgação de determinada informação ao mercado de capitais, as empresas terão sempre em consideração que essa informação poderá afectar a sua posição competitiva no mercado.

De acordo com Verrecchia (1983), quanto maiores forem os *proprietary costs* associados à divulgação de informação, menores serão as reacções dos investidores à retenção de informação relevante e, por isso, menor será a probabilidade de divulgação de informação voluntária. Justifica-se, deste modo, porque é que, no equilíbrio, apesar de existirem incentivos para que as empresas aumentem o nível de divulgação como uma forma de redução das assimetrias de informação, não prevalece a divulgação total (Leuz, 2004).

Em relação aos instrumentos derivados, Hughes, *et al.* (2002) comentam o resultado de um questionário, dirigido a directores financeiros de empresas sediadas nos EUA, relativamente às exigências de divulgação contidas no normativo do IASB e da *Securities and Exchange Commission* (SEC), através do qual se conclui que existe alguma relutância por parte daqueles em divulgar informação sobre operações com instrumentos derivados, com receio de que esta possa atribuir vantagem aos seus competidores. Estes autores efectuam um estudo do impacto das exigências de divulgação sobre *forwards* nas empresas produtoras, detentoras de informação privilegiada e envolvidas em contratos *forward* sobre os seus produtos. Concluem que estas empresas terão maiores incentivos em não divulgar informação sobre as suas posições no mercado de derivados. Marshall e Weetman (2002) concluem, também, pela existência de alguma retenção de informação, por parte de algumas empresas sediadas nos EUA e no Reino Unido, no que concerne às suas actividades de cobertura de risco com instrumentos derivados.

Darus e Taylor (2009) afirmam que as exigências de divulgação contidas na norma Australiana, *Australian Accounting Standards Board* (AASB) 1033<sup>8</sup> tiveram um forte impacto na percepção dos *proprietary costs* de divulgação de informação, decorrentes do relato financeiro das empresas. De facto, a referida norma incentiva à divulgação de informação sobre a extensão de utilização de instrumentos financeiros, os riscos associados, os objectivos da sua contratação, as políticas de gestão de risco adoptadas e de prevenção sobre a concentração de riscos e sobre o risco de crédito. As normas do IASB sobre instrumentos financeiros exigem basicamente o mesmo tipo de divulgações e, por isso, as empresas enfrentarão os mesmos custos de divulgação de informação.

---

<sup>8</sup> AASB 1033 – Instrumentos Financeiros: Apresentação e divulgação, que foi, entretanto, alterada para AASB 132.



#### 1.4. Teoria de Legitimidade

A Teoria de Legitimidade assenta no pressuposto de que as empresas operam na sociedade segundo um contrato social, através do qual a empresa concorda em desenvolver uma série de acções, socialmente desejáveis, em troca da aprovação dos seus objectivos e outras recompensas que garantam a sua sobrevivência. Assim, as empresas deverão certificar-se de que as suas actividades estão de acordo, ou são percebidas como estando de acordo, com as normas e valores da sociedade, de forma a evitar o rompimento do contrato, colocando em risco a sua legitimidade (Branco e Rodrigues, 2006).

A legitimidade não está necessariamente relacionada com a legalidade ou com o sucesso económico da empresa, mas sim com o facto de a empresa cumprir com as normas e valores sociais na definição dos seus objectivos e das suas metodologias de actuação (Lindholm, 1984, *in* Woodward, *et al.*, 1996).

Suchman (1995: 574) define o conceito de legitimidade como “uma percepção generalizada ou suposição de que as acções de determinada entidade são desejáveis, adequadas, ou apropriadas no âmbito de um sistema socialmente construído de normas, valores, crenças e definições”. Segundo este autor, podem identificar-se duas correntes literárias que procuram justificar a legitimidade organizacional: uma abordagem estratégica e uma abordagem institucional. De acordo com a abordagem estratégica, a legitimidade é vista como “um recurso operacional que as organizações extraem – frequentemente de forma competitiva - do ambiente cultural onde estão inseridas e utilizam na persecução dos seus objectivos” (Suchman, 1995). Neste caso, a legitimidade deriva das transacções de recursos efectuadas entre a organização e o ambiente onde se insere. Na abordagem institucional<sup>9</sup>, a organização é vista como fazendo parte do ambiente e a legitimidade deriva da conformidade com as normas e valores exigidos.

Segundo Dowling e Pfeffer (1975), as organizações podem implementar as seguintes acções para garantir a manutenção da sua legitimidade:

- adaptar os seus *outputs*, objectivos e métodos de actuação, em conformidade com as definições existentes de legitimidade;
- procurar, através da comunicação, alterar a definição de legitimidade, de forma a que esta se adapte às práticas, *outputs* e valores actuais da organização; ou

---

<sup>9</sup> A abordagem institucional será desenvolvida no ponto 1.5, dedicado à teoria institucional.

- tentar, mais uma vez através da comunicação, ser identificada com os símbolos, valores ou instituições enraizadas na percepção social de legitimidade.

Ashforth e Gibbs (1990) e Suchman (1995) identificam três fases no processo de legitimação, em que uma empresa se pode encontrar em determinado momento, e, dependendo da fase em que se encontre, optará por uma estratégia mais proactiva ou mais reactiva:

- fase de extensão da legitimidade – ocorre quando a empresa se constitui, entra numa nova actividade, ou recorre a novas estruturas ou processos – nesta fase as actividades de legitimação tendem a ser mais intensas e proactivas, uma vez que se procura obter a confiança e o suporte dos vários *stakeholders*;

- fase de manutenção da legitimidade – ocorre quando a empresa já atingiu um limite de legitimidade suficiente para proceder com a sua actividade – nesta fase as actividades destinam-se a proteger os resultados alcançados no passado e prever os desafios futuros;

- fase de defesa da legitimidade – ocorre quando a legitimidade de determinada empresa é ameaçada ou contestada – as actividades tendem a ser intensas e reactivas, uma vez que se procura combater a ameaça.

A divulgação de informação é utilizada pelas empresas como uma forma de reagir a factores ambientais (económicos, políticos e sociais), mas também como uma forma de legitimar as suas acções (Guthrie e Parker, 1989; Campbell, *et al.*, 2006). Qualquer falha no cumprimento das actividades esperadas pela sociedade poderá levar ao rompimento do contrato. Deste modo, as empresas precisam de divulgar informação suficiente acerca das suas actividades para que a sociedade possa julgar a sua actuação. Através da divulgação, as organizações comunicam a todos os seus *stakeholders* que estão a cumprir com os termos do contrato social e asseguram, assim, a legitimidade necessária à sua sobrevivência. As empresas podem recorrer aos relatórios anuais e a outras informações institucionais, ou mesmo às suas páginas electrónicas, como tácticas de legitimação, influenciando a percepção que os diversos *stakeholders* têm da empresa (Lightstone e Driscoll, 2008).

No momento actual e após as várias notícias, divulgadas pelos meios de comunicação social, sobre o envolvimento em operações com instrumentos derivados, por parte das empresas que iniciaram, nos EUA, a mais recente crise financeira internacional, as empresas que actuam nos mercados de instrumentos derivados enfrentam uma ameaça que poderá pôr em causa a sua legitimidade. Nesse sentido, parece-nos que estas empresas se sentirão incentivadas a divulgar informação detalhada sobre as suas operações com

instrumentos derivados, que permitam a percepção do tipo de operações levadas a cabo, das estratégias adoptadas na gestão dos riscos associados e do impacto dessas operações na situação económica e financeira da empresa.

### **1.5. Teoria Institucional**

De acordo com a abordagem institucional, as empresas procuram legitimar-se ajustando-se, gradualmente, às influências institucionais (Lightstone e Driscoll, 2008), mantendo características organizacionais amplamente apoiadas (Meyer e Rowan, 1977). O desenvolvimento e retenção de estruturas, pessoal e procedimentos institucionalizados são indicadores de credibilidade e legitimidade para o exterior (Elsbach, 1994).

Esta teoria assume que as organizações operam num quadro social de normas, valores e suposições acerca do que constitui um comportamento apropriado ou aceitável (Oliver, 1991) e adoptam determinadas estruturas e estratégias de gestão que são consideradas legítimas pelo ambiente onde se inserem, independentemente da sua utilidade e eficiência. Muitos dos procedimentos e políticas adoptados pelas organizações resultam de pressões exercidas pela opinião pública, pelas entidades com as quais têm relações comerciais, pelo prestígio social e pelas leis e normas existentes. Através da concepção de uma estrutura formal que adere aos mitos prescritos pelo ambiente institucional, a organização demonstra que actua de forma correcta e adequada (Carpenter e Feroz, 2001). Regras institucionalizadas são classificações construídas na sociedade como correspondências tipificadas ou interpretações. Essas regras podem ser, simplesmente, tomadas como garantidas ou podem ser suportadas pela opinião pública ou pela força da lei (Meyer e Rowan, 1977).

Um dos conceitos base da Teoria Institucional é o de isomorfismo, que consiste no processo através do qual uma unidade de determinada população é forçada a assemelhar-se com as outras unidades que enfrentam as mesmas condições ambientais. Uma das proposições básicas desta teoria é a de que o isomorfismo é uma forma de legitimação (DiMaggio e Powell, 1983; Meyer e Rowan, 1977) e que as organizações que se desviam das prescrições institucionalizadas enfrentam custos consideráveis de legitimidade (Meyer e Rowan, 1977).

DiMaggio e Powell (1983) identificam três mecanismos, através dos quais o isomorfismo institucional pode ocorrer: o isomorfismo coercivo, o isomorfismo mimético e o isomorfismo normativo. O isomorfismo coercivo resulta de pressões, formais e informais,

exercidas sobre a organização, por outras organizações, das quais depende, e por expectativas criadas pela própria sociedade onde a organização se insere. Estas pressões podem resultar de regulamentações, mas também de relações comerciais e de relações de dependência com outras organizações. Podem ser exercidas através da força, da persuasão ou através de convite e muitas vezes são mais subtis e menos explícitas (DiMaggio e Powell, 1983).

O isomorfismo mimético resulta das respostas da empresa à incerteza. Quando os objectivos a atingir são ambíguos, as tecnologias adoptadas não foram, ainda, percebidas, ou quando o ambiente cria alguma incerteza, as organizações poderão moldar-se noutras organizações que lhes parecem ter mais sucesso ou legitimidade. Quando as organizações não sabem de que forma deverão agir perante uma determinada situação, tendem a copiar os procedimentos adoptados por um determinado grupo de referência, considerado legítimo (Carpenter e Feroz, 2001).

O isomorfismo normativo encontra-se associado à profissionalização. DiMaggio e Powell (1983) identificam dois aspectos da profissionalização que são importantes fontes de isomorfismo: um deles reside na educação formal e na legitimação, numa base cognitiva, produzida por especialistas universitários; o segundo é o crescimento e a elaboração de redes profissionais, que abrangem as organizações e através das quais novos modelos se difundem rapidamente.

Estes autores salientam que nem sempre é possível distinguir entre os três tipos de isomorfismo, sendo possível que coexistam dois ou mais tipos de pressão, sendo impossível determinar qual deles exerceu maior poder em cada caso. Por outro lado, o poder e eficácia dos vários tipos de pressão podem variar ao longo do tempo.

Relativamente à divulgação de informação, as pressões exercidas pelos agentes interessados na informação financeira representam mecanismos através dos quais as acções das empresas poderão conciliar-se com as exigências da sociedade. Segundo Chalmers e Godfrey (2004), no que concerne aos instrumentos derivados, a pressão é exercida pelos órgãos profissionais e legais, em resposta às exigências da comunidade, intensificadas pelas perdas em algumas empresas, associadas às operações com instrumentos derivados. Estes autores sustentam o seu estudo nas Teorias de Legitimidade e Institucional e concluem pela associação positiva entre o nível de divulgação de informação sobre instrumentos derivados e o facto de a empresa pertencer a determinada associação profissional.

## **2. Enquadramento Normativo**

---

### **2.1. Evolução histórica no processo de normalização contabilística sobre instrumentos derivados**

A recente crise económica enfatizou a importância da qualidade do relato financeiro na promoção da confiança dos investidores nos mercados financeiros. Os diversos organismos de normalização contabilística vêem-se, então, confrontados com a necessidade de definir novas regras que garantam que a informação prestada ao utilizador das demonstrações financeiras seja suficiente e fiável. Assim, foram-se desenvolvendo soluções conjuntas, focadas na melhoria da transparência, e reduziu-se a complexidade de contabilização dos instrumentos financeiros (Urquía Grande, *et al.*, 2010), que havia sido acusada de contribuir, em larga medida, para a opacidade das demonstrações financeiras.

O tratamento contabilístico de instrumentos financeiros e de instrumentos derivados, em particular, tem preocupado os principais organismos de normalização contabilística desde há várias décadas, tendo sido objecto de emissão de várias normas, que procuram resolver os principais problemas associados ao reconhecimento, mensuração e divulgação destes instrumentos. Assim, apresentamos, nos pontos seguintes, um resumo histórico sobre o processo de desenvolvimento de normas específicas sobre instrumentos financeiros e sobre instrumentos derivados, quer a nível internacional, quer a nível nacional, que nos permitam perceber a actuação daqueles organismos na promoção da qualidade do relato de instrumentos derivados.

#### **2.1.1. A nível internacional**

##### **2.1.1.1. As normas do *Financial Accounting Standards Board* e do *International Accounting Standards Board***

Nos EUA, o FASB começou por desenvolver normas específicas para cada um dos instrumentos, como a SFAS 80, sobre contabilização dos contratos de futuros e a SFAS 52 sobre contratos a prazo sobre divisas.

Posteriormente, o FASB e o IASB concluíram que, tratar separadamente cada um dos instrumentos derivados, conduzia a profundas discrepâncias nos critérios empregues, as quais não tinham qualquer fundamento, dadas as características similares dos instrumentos derivados (Barrio Tellado, 2000), pelo que se justificava a necessidade de definição de uma única norma que abarcasse todos os derivados existentes e os que pudessem surgir

entretanto. Optaram por fraccionar o processo em duas fases: primeiro estudar-se-iam os requisitos informativos destas operações e depois centrar-se-iam na definição dos critérios de reconhecimento e valorização das mesmas.

Durante a primeira fase, o FASB publicou, em 1990, a SFAS 105 “*Disclosure of Information about Financial Instruments with Off-Balance-Sheet Risk and Financial Instruments with Concentrations of Credit Risk*”, a SFAS 107 “*Disclosures about Fair Value of Financial Instruments*”, em 1991, e a SFAS 119 “*Disclosure about Derivative Financial Instruments and Fair Value of Financial Instruments*”, em 1994. O IASB, por sua vez, iniciou em 1989 um processo, juntamente com o *Canadian Institute of Chartered Accountants*, para desenvolver uma norma integral sobre reconhecimento, medida e divulgação de instrumentos financeiros, o qual dará origem ao *Exposure Draft* (ED) 40, em Setembro de 1991, e ao ED 48, em Janeiro de 1994. Em 1995, o IASB publica a NIC 32 “Instrumentos Financeiros: Divulgação e Apresentação”, relativa à informação a divulgar acerca dos instrumentos financeiros e classificação de instrumentos financeiros híbridos, como capital próprio ou como passivo, por parte da entidade emitente.

A segunda fase do processo inicia-se com a publicação, por parte do FASB, da SFAS 133<sup>10</sup> “*Accounting for Derivative Instruments and Hedging Activities*”, em 1998, e com a publicação, também em 1998, da NIC 39 do IASB, “Instrumentos Financeiros: Reconhecimento e Medida”, relativa ao reconhecimento, desreconhecimento, medida e contabilidade de cobertura.

A SFAS 133 do FASB assenta em quatro conclusões fundamentais<sup>11</sup> (FASB, SFAS 133, 1998: §1):

- os instrumentos derivados representam direitos e obrigações que deverão ser reconhecidos como activos e passivos nas demonstrações financeiras;
- o justo valor é a medida mais relevante para medir instrumentos financeiros e a única medida relevante para instrumentos derivados;
- apenas elementos activos e passivos deverão ser reconhecidos como tal nas demonstrações financeiras; e
- a contabilidade especial de cobertura deverá ser aplicável apenas a elementos que cumpram os critérios de qualificação para instrumentos de cobertura de risco.

---

<sup>10</sup> Posteriormente alterada pelas SFAS 138, em 2000, SFAS 149, em 2003, SFAS 155, em 2006, e SFAS 161, em 2008.

<sup>11</sup> Pela leitura da NIC 39 do IASB, pode-se concluir que esta também assenta, essencialmente, nas mesmas conclusões.

A NIC 39 do IASB era uma norma interina, ou de aplicação temporal, enquanto se aguardava a publicação dos resultados do trabalho desenvolvido pelo *Financial Instruments Joint Working Group of Standard Setters* (JWG), que havia sido criado em 1997. O JWG congrega membros de organismos emissores de normas de contabilidade e de grupos profissionais da Austrália, Canadá, França, Alemanha, Japão, Nova Zelândia, Países Nórdicos, Reino Unido, EUA e do IASB. O objectivo deste grupo era a criação de uma proposta de norma, sobre contabilização de instrumentos financeiros, a aplicar a estes países, baseada em critérios valorimétricos de justo valor. A criação desta norma global justificava-se pelo facto de vivermos num mundo que se caracteriza pela globalização dos mercados e onde a necessidade de harmonização de critérios contabilísticos é cada vez mais premente e “quando nos referimos a instrumentos financeiros, como obrigações, derivados e acções, o mercado é realmente um mercado global” (Thomas E. Jones<sup>12</sup>, citado pelo *International Accounting Standards Committee* (IASC), 2000).

Em Dezembro de 2000, foram divulgados os resultados da investigação deste grupo num documento denominado “*Draft Standard & Basis for Conclusions – Financial Instruments and Similar Items*”, o qual dá continuidade à segunda fase do processo. No mesmo sentido, também o FASB, em Dezembro de 1999, havia emitido um documento intitulado “*Preliminary Views on major issues related to Reporting Financial Instruments and Certain Related Assets and Liabilities at Fair Value*”, que também se debruça sobre a possibilidade de reconhecimento dos instrumentos financeiros ao justo valor.

Entretanto, em Outubro de 2002, o FASB e o IASB assinaram um acordo, *The Norwalk Agreement*, no sentido de eliminar as divergências existentes ao nível dos dois normativos. O principal objectivo era o da criação de um único conjunto de normas de contabilidade, prevendo encorajar o investimento estrangeiro, intensificar o mercado de capitais internacional e poupar muito tempo e dinheiro às empresas multinacionais que operam em diferentes mercados, sendo obrigadas a apresentar contas segundo diferentes regimes.

Posteriormente, em Dezembro de 2003, o IASB publicou as NIC 32 e 39 revistas, eliminando já algumas das divergências existentes entre a NIC 39 e a SFAS 133 do FASB.

Entretanto, em Agosto de 2005, o IASB publicou a NIRF 7 – Instrumentos Financeiros: Divulgações – que vem substituir a NIC 30<sup>13</sup> e algumas das disposições da NIC 32<sup>14</sup>, que

---

<sup>12</sup> IASC *Chairman*.

<sup>13</sup> “Divulgações nas demonstrações financeiras de bancos e instituições financeiras similares”.

<sup>14</sup> Passando a NIC 32 a denominar-se “Instrumentos Financeiros: Apresentação”.

entrou em vigor a partir de 1 de Janeiro de 2007 e cujo objectivo é o de exigir a divulgação de informação sobre instrumentos financeiros e sobre os riscos associados à sua contratação.

Desde então, o FASB e o IASB têm vindo a debater questões relacionadas com o relato de instrumentos financeiros, com o intuito de o simplificar e aperfeiçoar (FASB, *Invitation to Comment* (ITC), 2008)<sup>15</sup>. Assim, o FASB publicou, em Setembro de 2006 e Fevereiro de 2007, as SFAS 157<sup>16</sup> e 159<sup>17</sup>, respectivamente, relacionadas com a adopção do justo valor como critério de valorimetria para instrumentos financeiros. Mais recentemente, em Junho de 2008, publicou um ED<sup>18</sup> propondo algumas alterações à SFAS 133, relacionadas com a contabilidade de cobertura. Por seu lado, o IASB, publicou, em Março de 2008, um *Discussion Paper* (DP)<sup>19</sup> propondo reduzir a complexidade no relato de instrumentos financeiros. Para o efeito, propõe, reduzir, no curto prazo, o número de categorias em que se podem classificar os instrumentos financeiros (incluindo a remoção da categoria de instrumentos financeiros detidos até à maturidade). Por outro lado, propõe, como objectivo a atingir no longo prazo, a valorização de todos os instrumentos financeiros pelo justo valor (Mackintosh, 2008).

Com o surgimento da crise financeira, em 2008, as críticas à adopção do justo valor como critério de valorimetria aumentaram e os organismos de normalização contabilística viram-se pressionados, no sentido de alterar rapidamente as normas contabilísticas sobre instrumentos financeiros. Em Outubro desse mesmo ano, o FASB e o IASB criam o *Financial Crisis Advisory Group*, para identificar os assuntos que necessitavam da atenção imediata por parte daqueles organismos.

Em Abril de 2009, na sequência da cimeira do Grupo dos 20 (G20), o IASB anunciou que apresentaria uma proposta de substituição da NIC 39, no prazo de seis meses, comprometendo-se a estabelecer uma parceria com o FASB, no sentido de eliminar algumas das inconsistências existentes entre os dois normativos e reduzir a complexidade das normas actuais sobre instrumentos financeiros (Whittall, 2009). Deste modo, o IASB tem actualmente em curso um projecto, que pretende aumentar a utilidade das

---

<sup>15</sup> Estes dois organismos publicaram, em Fevereiro de 2006, um *Memorandum of Understanding (MoU) – A Roadmap for Convergence between IFRSs and US GAAP (general accepted accounting principles) – 2006 to 2008* (IASB, 2006), assumindo um compromisso para a convergência entre os dois normativos (FASB, ITC, 2008).

<sup>16</sup> *Fair Value Measurements*.

<sup>17</sup> *Fair Value Option for Financial Assets and Financial Liabilities*.

<sup>18</sup> *Proposed Statement of Financial Accounting Standards – Accounting for Hedging Activities – an amendment of FASB Statement No. 133*.

<sup>19</sup> *Reducing Complexity in Reporting Financial Instruments* (IASB, 2008).



demonstrações financeiras no processo de tomada de decisão, cujo principal objectivo é o de simplificar os requisitos de classificação e mensuração dos instrumentos financeiros, devendo culminar com a total substituição da actual NIC 39 (IASB, NIRF 9, 2009c).

Este projecto divide-se em três fases (IASB, NIRF 9, 2009c):

- numa primeira fase, o IASB preocupou-se com os aspectos relacionados com a classificação e mensuração dos instrumentos financeiros. Esta fase culminou com a publicação, em 12 de Novembro de 2009, da NIRF 9 – Instrumentos Financeiros (que deverá ser adoptada a partir de Janeiro de 2013). Em Outubro de 2010, o IASB adicionou a esta norma os requisitos de classificação e mensuração de passivos financeiros<sup>20</sup>;
- a segunda fase será dedicada às questões relacionadas com a metodologia a adoptar no processo de reconhecimento de perdas por imparidade associadas a activos financeiros. Em Novembro de 2009, o IASB (2009a) publicou já um *ED -Financial Instruments: Amortised Cost and Impairment*, que constitui uma parte desta segunda fase do projecto; e
- a terceira fase do projecto será dedicada à contabilidade de cobertura, tendo sido publicado o *ED – Hedge Accounting* (IASB, 2010 c), em Dezembro de 2010.

Por seu lado, o FASB publicou, em Maio de 2010, propostas de actualização das normas contabilísticas, de entre as quais se destaca a proposta “*Accounting for Financial Instruments and revisions to the accounting of derivative instruments and hedging activities*” (FASB, 2010), que aborda, num só documento, as questões relacionadas com a classificação e mensuração de activos e passivos financeiros, imparidade e contabilidade de cobertura.

#### **2.1.1.2. União Europeia**

No seio da União Europeia, o Parlamento Europeu e o Conselho da UE publicaram um Regulamento (CE n.º 1606/2002), que prevê a obrigatoriedade de adopção, a partir de Janeiro de 2005, do normativo do IASB, na elaboração das demonstrações financeiras consolidadas de todas as empresas que, à data de relato, tiverem os seus valores mobiliários admitidos à negociação num mercado regulamentado de qualquer Estado-Membro (CE, Regulamento n.º 1606/2002: art.º4º). Este regulamento, no seu artigo 5º, prevê, ainda, que cada Estado-Membro possa exigir a adopção do normativo do IASB na elaboração das contas individuais das sociedades cujos valores mobiliários estejam admitidos à negociação

---

<sup>20</sup> Nesta data, o IASB introduziu também uma alteração à NIRF 7 para aumentar a divulgação de informação relacionada com o desconhecimento de instrumentos financeiros (IASB, 2010a).

num mercado regulamentado de qualquer Estado-Membro ou, mesmo, na elaboração das contas consolidadas e individuais das sociedades cujos títulos não sejam negociados publicamente.

Posteriormente, o Conselho da UE apresentou, em 25 de Setembro de 2002, uma proposta de Directiva do Parlamento Europeu e do Conselho que prevê alterações às Directivas n.ºs 78/660/CEE e 91/674/CEE e um novo artigo, que altera a Directiva n.º 86/635/CEE, com vista a suprimir todas as incoerências entre as directivas em causa e as NIC em vigor em 1 de Maio de 2002 [Comissão de Normalização Contabilística (CNC), 2003].

Mais recentemente, em 21 de Setembro de 2003, é publicado o Regulamento (CE) n.º 1725/2003, que prevê a efectiva adopção do normativo do IASB, a partir de 2005. Contudo, este regulamento exclui dessa adopção as NIC 32 e 39, uma vez que o IASB se encontrava ainda a trabalhar nas alterações a estas normas<sup>21</sup>. O Parlamento Europeu sofreu alguma pressão, por parte dos bancos e companhias de seguros (que são as entidades que mais utilizam instrumentos derivados) para que se pronunciasse pela rejeição da adopção da NIC 39 do IASB, nos termos do Regulamento (CE) n.º 1606/2002. O argumento utilizado era o de que as novas regras aumentariam a volatilidade dos resultados de forma intolerável. Fritz Bolkestein (comissário do mercado interno da EU) (citado por Zwirn, 2004) referiu mesmo que a UE poderia ter que adiar a adopção da NIC 39. No entanto, a Comissão Europeia (Regulamento CE n.º 2086) acabou por se pronunciar no sentido da adopção da NIC 39, com a excepção de alguns aspectos relacionados com a opção pela adopção em pleno do justo valor e com a contabilização das operações de cobertura de risco da carteira de depósitos dos bancos, tendo publicado, em 2005, os Regulamentos n.º 1864/2005 e n.º 2106/2005, que introduzem algumas alterações às NIC 32 e 39 publicadas pelo IASB.

#### **2.1.1.3. *Basel Committee on Banking Supervision (BCBS)***<sup>22</sup>

Após a promulgação, em 1988, do Acordo de Basileia I<sup>23</sup>, o *Bank of International Settlements* (BIS) publicou, em Setembro de 1994, um documento, intitulado “*A discussion paper on public*

---

<sup>21</sup> Em Junho de 2002, o IASB publicou um ED que propunha alterações às Normas Internacionais de Contabilidade 32 e 39 (IASB, 2002).

<sup>22</sup> O *Basle Committee on Banking Supervision* foi formado, em 1974, pelos organismos de supervisão do *Group of Ten Countries* (G10).

<sup>23</sup> Este acordo estabelecia a obrigatoriedade de verificação, por parte das instituições financeiras, de um capital regulamentar mínimo de 8%, face à totalidade dos seus activos. Posteriormente, sofreu sucessivas alterações, até 1998.

*disclosure of market and credit risks by financial intermediaries*” (BIS, 1994)<sup>24</sup>, que pretendia estimular o debate à volta da divulgação de informação, por parte das instituições financeiras, sobre os riscos incorridos na sua actividade de negociação com activos financeiros e instrumentos derivados. Este documento incentiva as instituições financeiras a divulgarem informação, de carácter qualitativo e quantitativo, relacionada com os riscos de mercado e de crédito e as estratégias adoptadas na gestão desses riscos. De acordo com aquele organismo, a falta de transparência sobre as operações de negociação e de gestão de risco das instituições financeiras pode provocar uma deficiente alocação do capital entre as empresas e amplificar os distúrbios do mercado (BIS, 1994).

Posteriormente, o BCBS desenvolveu um papel importante na promoção da divulgação de informação sobre as operações de negociação e com instrumentos derivados, tendo publicado uma série de recomendações<sup>25</sup> sobre informação a divulgar, por parte das instituições financeiras, quer aos organismos de supervisão (BCBS e IOSCO, 1995a; 1998a), quer às empresas em geral (BCBS, 1998; BCBS e IOSCO, 1995b, 1996, 1997, 1998b, 1999a, 1999b). Em todos os documentos publicados, o BCBS e a IOSCO salientam a necessidade de divulgação de informação sobre os riscos incorridos com as actividades de negociação e com instrumentos derivados e sobre as estratégias de gestão de risco implementadas. Aqueles organismos defendem que a transparência de informação sobre as operações desenvolvidas e a exposição ao risco promove a disciplina de mercado e reforça a estabilidade financeira.

Em 2004, os membros do BCBS promulgaram o Acordo de Basileia II<sup>26</sup>, cujo terceiro pilar<sup>27</sup>, assenta na definição da informação a divulgar, por parte das instituições financeiras, em especial a informação relacionada com os riscos incorridos e com a metodologia adoptada na gestão desses riscos.

Posteriormente, em resposta à recente crise financeira, os membros do BCBS acordaram sobre a estrutura em que assenta o Acordo de Basileia III<sup>28</sup>, que pretende fortalecer o sistema de regulamentação financeira. As regras deste novo acordo deverão ser

---

<sup>24</sup> Conhecido por *Fisher Report*, preparado pelo *Working Group of Euro currency standing Committee of the Central Banks of the Group of Ten Countries*.

<sup>25</sup> Algumas em conjunto com o *Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions* (IOSCO) (BCBS e IOSCO, 1995a; 1998b)

<sup>26</sup> Incorporado no quadro legislativo comunitário através da publicação das Directivas n.º 2006/48/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 14 de Junho, e n.º 2006/49/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 14 de Junho, transpostas para o direito interno através do Decreto-Lei (DL) 104/2007 e do DL 103/2007, respectivamente, ambos de 03 de Abril.

<sup>27</sup> O Acordo de Basileia II assenta em três pilares: Pilar I – Requisitos mínimos de fundos próprios, Pilar II – Processo de supervisão e Pilar III – Disciplina de mercado.

<sup>28</sup> O Acordo de Basileia III assenta numa série de documentos que têm vindo a ser publicados desde Julho de 2009.

implementadas, de uma forma faseada, já a partir de 2013, esperando-se concluir o processo em 2019 (Wellink, 2011).

De acordo com o BCBS (2010a), a recente crise financeira revelou que as informações divulgadas, por muitos bancos, acerca das suas exposições ao risco, eram deficientes e insuficientes. Assim, o Acordo de Basileia III pretende também reforçar as exigências ao nível de informação a divulgar por parte das instituições financeiras.

As principais linhas de orientação do novo acordo são as seguintes (Silva, 2010; BCBS, 2010b; BCBS, 2010c):

- incremento da qualidade, consistência e transparência dos fundos próprios de base;
- reforço dos requisitos de capital para o risco de crédito de contraparte, que sejam provenientes de derivados, “*repos*” e actividades de financiamento de instrumentos financeiros;
- introdução de um rácio de alavancagem, *non-risk based*, que actue como medida suplementar no âmbito do Pilar I;
- introdução de uma série de medidas que promovam a existência de excedentes de capital, que possam ser constituídos nos tempos de prosperidade económica e utilizados em tempos de crise; e
- introdução de um rácio de liquidez a 30 dias, ancorado por um rácio de longo prazo.

Assim, no que concerne aos instrumentos derivados, o novo acordo, de entre outras, define as seguintes medidas (BCBS, 2010b):

- reforço das normas para a gestão de garantias e margens iniciais;
- capital adicional para cobertura de potenciais perdas, resultantes do ajuste do crédito ao mercado (*credit valuation adjustment*), associadas à deterioração do valor de crédito de determinada contraparte; e
- incentivar as entidades a transferirem as suas exposições em derivados OTC para Contrapartes Centrais, sujeitas a maiores exigências e, por isso, associadas a riscos mais baixos.

### **2.1.2. A nível nacional**

Em Portugal, a Comissão de Normalização Contabilística (CNC), publicou, em 1996, a Directriz Contabilística (DC) n.º 17, sobre o tratamento contabilístico dos contratos de futuros, a ser adoptada pelas empresas não financeiras, sujeitas ao Plano Oficial de Contabilidade (POC) e demais legislação complementar.

Todavia, na falta de demais regulamentação, relativamente ao tratamento de instrumentos derivados, as empresas não financeiras encontravam-se obrigadas a adoptar o normativo do IASB para a contabilização de todos os restantes derivados<sup>29</sup>, levando à adopção de diferentes tratamentos contabilísticos para instrumentos similares, uma vez que os critérios previstos na DC 17 já haviam sido postos de parte com a publicação da NIC 39.

Contudo, no passado dia 3 de Julho de 2007, o Conselho Geral da CNC sancionou o novo Sistema de Normalização Contabilística (SNC), aprovado pelo Decreto-lei n.º 158/2009, de 13 de Julho, que substitui o POC e legislação complementar, que entrou em vigor em Janeiro de 2010. Este novo SNC contempla uma Estrutura Conceptual<sup>30</sup>, vinte e oito Normas Contabilísticas e de Relato Financeiro (NCRF)<sup>31</sup>, uma Norma Contabilística e de Relato Financeiro para Pequenas Entidades<sup>32</sup>, duas Normas Interpretativas<sup>33</sup>, Código de Contas<sup>34</sup> e Modelos de Demonstrações Financeiras<sup>35</sup>.

No que concerne ao objecto de estudo deste trabalho, este SNC contempla a NCRF 27, sobre Instrumentos Financeiros. Esta norma, tendo por base as NIC 32 e 39 e a NIRF 7 do IASB, tem como principal objectivo “prescrever o tratamento contabilístico dos instrumentos financeiros e respectivos requisitos de apresentação e divulgação” (NCRF 27: §1).

Contudo, relativamente às empresas com valores mobiliários admitidos a um mercado regulamentado, tendo em consideração o disposto no Regulamento (CE) n.º 1606/2002, passaram a adoptar, desde Janeiro de 2005, o normativo do IASB na elaboração das suas demonstrações financeiras consolidadas e, por esse motivo, desde essa data que adoptam um tratamento consistente para todos os instrumentos derivados.

---

<sup>29</sup> Conforme disposto no §13 da Directriz Contabilística n.º 18/05, de 23 de Setembro.

<sup>30</sup> Aviso n.º 15652/2009, de 7 de Setembro.

<sup>31</sup> Aviso n.º 15655/2009, de 7 de Setembro.

<sup>32</sup> Aviso n.º 15654/2009, de 7 de Setembro.

<sup>33</sup> Aviso n.º 15653/2009, de 7 de Setembro.

<sup>34</sup> Portaria n.º 1011/2009, de 9 de Setembro.

<sup>35</sup> Portaria n.º 986/2009, de 7 de Setembro.

No que concerne às empresas seguradoras, após a aplicação do Regulamento (CE) n.º 1606/2002, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 19 de Julho, o Instituto de Seguros de Portugal (ISP) publicou a Norma Regulamentar n.º 5/2005-R, de 18 de Março, que estabelece que as empresas de seguros, não abrangidas pelo artigo 4.º do referido Regulamento<sup>36</sup>, podem optar por elaborar as contas consolidadas, assim como, nos termos definidos nessa norma, as contas individuais, de acordo com a normalização contabilística nacional em vigor ou de acordo com o normativo do IASB. Assim, publica, em 2007, a Norma Regulamentar 4/2007-R, de 27 de Abril, que altera o Plano de Contas para as Empresas de Seguros (PCES), de forma a acolher o regime estabelecido no normativo do IASB<sup>37</sup>.

Por seu lado, o Banco de Portugal (BP) emitiu, em Fevereiro de 2005, o Aviso n.º 1/2005, que determina a obrigatoriedade de adopção das normas do IASB, adoptadas pela União Europeia, na elaboração de demonstrações financeiras individuais e consolidadas, das entidades sujeitas à sua supervisão. Contudo, o mesmo documento dispõe (no n.º 3.º) sobre algumas adaptações que deverão ser efectuadas na preparação e elaboração das contas em base individual, às quais o BP denominou de Normas Contabilísticas Ajustadas (NCA)<sup>38</sup>.

Posteriormente, em 2007, o BP publica o Aviso 10/2007 que define o modelo de divulgação a adoptar pelas entidades bancárias no cumprimento das exigências contidas no DL 104/2007 e no DL 103/2007, ambos de 3 de Abril, que transpõem para o direito interno as disposições do Acordo de Basileia II.

Serão apresentados, em maior detalhe, no ponto seguinte, as disposições contidas no normativo contabilístico a adoptar em Portugal, durante o período de 2003 a 2009, âmbito de aplicação do estudo apresentado nos capítulos seguintes.

Na figura seguinte é apresentado um resumo cronológico de publicação dos principais documentos referidos ao longo deste ponto.

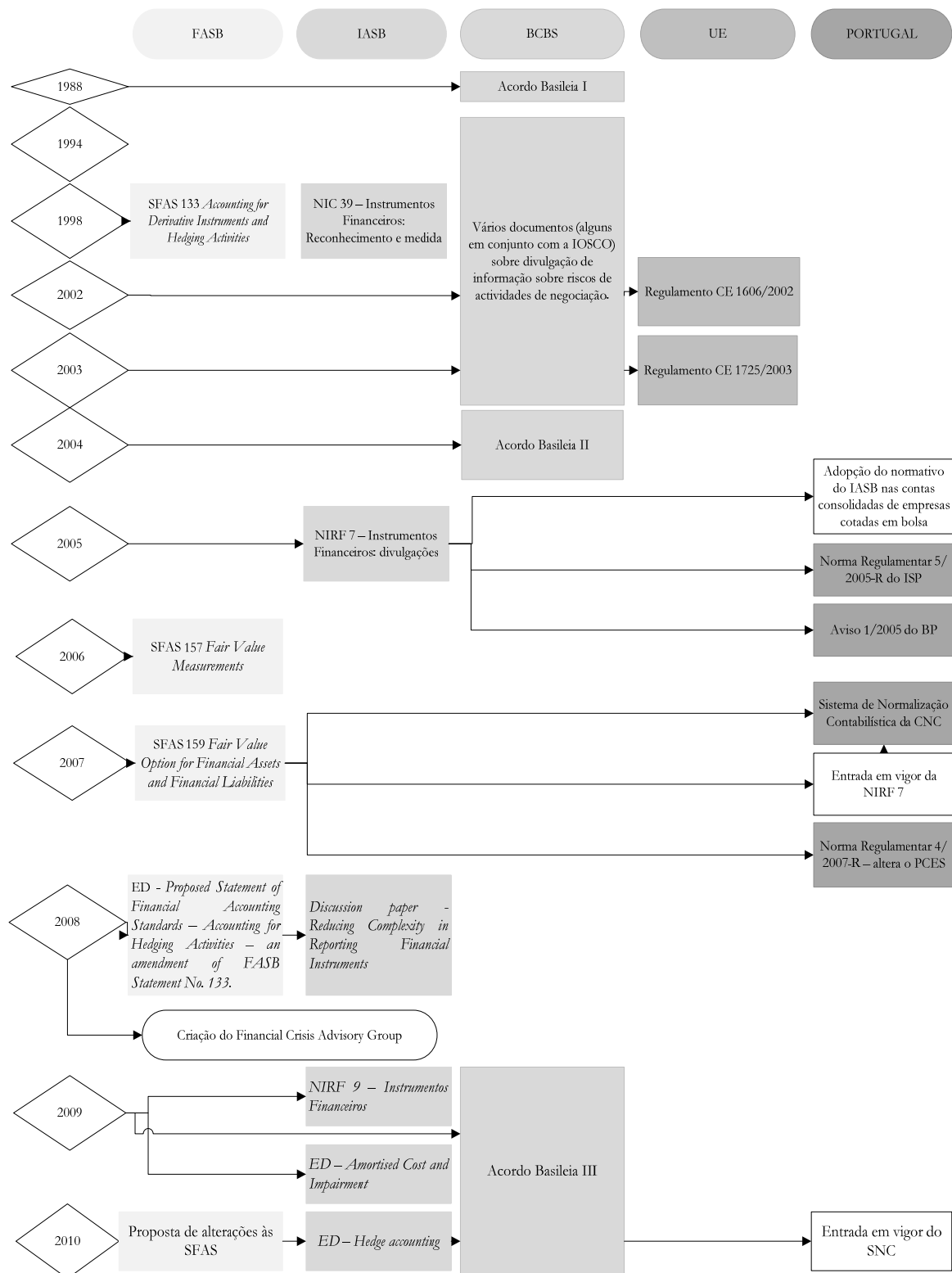
---

<sup>36</sup> O art. 4.º do Regulamento 1606/2002 estabelece a obrigatoriedade de adopção do normativo do IASB, na elaboração de contas consolidadas, por parte de todas as empresas com valores mobiliários cotados num mercado regulamentado de qualquer Estado-membro.

<sup>37</sup> Com excepção da NIRF 4 (ISP, Norma Regulamentar 4/2007-R, de 27 de Abril, Preâmbulo).

<sup>38</sup> Uma vez que as adaptações introduzidas pelo Banco de Portugal não dizem respeito ao tratamento de instrumentos derivados, não são apresentadas aqui essas alterações.

**Figura n.º 1.1– Resumo cronológico de publicação de documentos com implicações no tratamento contabilístico de instrumentos derivados**



**Fonte:** adaptado de Chalmers e Godfrey (2004).

## **2.2. Tratamento de instrumentos derivados à luz das normas em vigor durante o período de 2003 a 2009**

Sendo o objectivo do nosso estudo, a análise da informação divulgada, por parte das empresas cotadas em bolsa, durante o período de 2003 a 2009, e dos bancos e seguradoras, durante o exercício de 2009, importa, neste capítulo, fazer uma análise ao normativo contabilístico, aplicável às operações com instrumentos derivados, em vigor durante o referido período, podendo identificar-se dois períodos distintos:

- até 31 de Dezembro de 2004, de aplicação obrigatória do POC e legislação complementar, para as empresas não financeiras, e do Plano de Contas para o Sistema Bancário (PCSB) e do Plano de Contas para as Empresas de Seguros (PCES), para as empresas financeiras. De salientar que, para as empresas sujeitas ao POC e legislação complementar, no que diz respeito ao tratamento de instrumentos derivados, deveriam respeitar a Directriz Contabilística n.º 17, no tratamento contabilístico de contratos de futuros, e a NIC 39 do IASB, no tratamento contabilístico dos restantes derivados; e
- a partir de 1 de Janeiro de 2005, de adopção do normativo do IASB, obrigatória na elaboração de contas consolidadas das empresas cotadas em bolsa (financeiras e não financeiras) e dos bancos<sup>39</sup>, e facultativa para as empresas seguradoras<sup>40</sup> e na elaboração de contas individuais dos bancos<sup>41</sup>.

Durante este período, podem, ainda, identificar-se dois sub-períodos:

- de 1 de Janeiro de 2005 a 31 de Dezembro de 2006 – de adopção da NIC 39 do IASB; e
- a partir de 1 de Janeiro de 2007 – de adopção da NIC 39 e da NIRF 7 do IASB e das disposições contidas nos Decretos-Lei 104/2007 e 103/2007, de 03 de Abril<sup>42</sup>, para as empresas financeiras.

Apresentamos, de seguida, um breve resumo das disposições contidas em cada um dos normativos referidos, no que concerne ao tratamento contabilístico de instrumentos derivados.

---

<sup>39</sup> Saliente-se, contudo, que o Aviso 1/2005, do Banco de Portugal, prevê um período de transição, definindo que, durante o exercício de 2005, a adopção do normativo do IASB é facultativa

<sup>40</sup> Conforme Norma Regulamentar 5/2005-R, de 18 de Março, do Instituto de Seguros de Portugal.

<sup>41</sup> De salientar que, de acordo com o Aviso 1/2005 do Banco de Portugal, na elaboração de contas individuais, as instituições financeiras deverão adoptar as Normas Contabilísticas Ajustadas, conforme as disposições contidas no referido aviso.

<sup>42</sup> Que, conforme já havíamos referido, transpõem para o direito interno as Directivas n.º 2006/48/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 14 de Junho, e n.º 2006/49/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 14 de Junho, relativas à adopção do Acordo de Basileia II.



Contudo, para as empresas financeiras, uma vez que a nossa análise se limita ao exercício de 2009, posterior à entrada em vigor da Norma Regulamentar 4/2007-R, do Instituto de Seguros de Portugal, que altera o Plano de Contas para as Empresas de Seguros para acolher as disposições contidas no normativo do IASB, e do Aviso n.º 1/2005, do Banco de Portugal, que define as Normas Contabilísticas Ajustadas, o tratamento a adoptar, na contabilização de instrumentos derivados, deverá ser idêntico ao preconizado pelo IASB. Nesse sentido, não serão aqui apresentadas as disposições contidas nos normativos daqueles dois organismos anteriores à obrigatoriedade de adopção do normativo do IASB.

Convém ainda salientar que, relativamente às instituições de crédito, se verifica, também, a obrigatoriedade da divulgação de informação exigida no Aviso 10/2007, do Banco de Portugal, relativa às exigências de divulgação emitidas pelo Comité de Basileia. Esta informação deverá ser apresentada em documento autónomo, denominado “Disciplina de Mercado” (Aviso 10/2007, art. 18.º), numa base anual, com referência ao final do exercício (Aviso 10/2007, art. 15.º). Todavia, de acordo com o art.º 6.º do Decreto-lei n.º 104/2007, de 3 de Abril, a obrigatoriedade de cumprimento com as exigências de divulgação de informação (entretanto publicadas no referido Aviso 10/2007, do BP) aplica-se, na generalidade dos casos, às empresas-mãe, na elaboração de contas consolidadas. Dado que, no que concerne à informação divulgada por parte das empresas financeiras, o nosso estudo se centra na análise das demonstrações financeiras individuais, também não serão apresentadas, neste ponto, as disposições contidas no referido Aviso 10/2007, do Banco de Portugal.

No que concerne às empresas não financeiras, cotadas em bolsa, uma vez que um dos objectivos do nosso estudo é a análise da informação divulgada por estas empresas, durante o período de 2003 a 2009, importa perceber qual o tratamento preconizado para os instrumentos derivados no normativo em vigor anterior à adopção do normativo do IASB. Assim, até 2005, estas empresas encontravam-se sujeitas ao Plano Oficial de Contabilidade e legislação complementar, que contemplava, conforme referido anteriormente, uma Directriz Contabilística (n.º 17) sobre contratos de futuros, a qual será objecto de análise no ponto seguinte.

O Plano Oficial de Contabilidade vigorou até 31 de Dezembro de 2009, tendo, posteriormente, sido substituído pelo já referido Sistema de Normalização Contabilística. Contudo, as empresas cotadas em bolsa, encontram-se sujeitas ao normativo do IASB, na elaboração de contas consolidadas, desde 2005 e, por isso, não serão abrangidas pelo

referido SNC. Nesse sentido, não será também apresentado, neste ponto, o tratamento contabilístico preconizado neste normativo, relativamente a instrumentos derivados<sup>43</sup>.

Deste modo, serão apresentadas, nos pontos seguintes, as disposições contidas na Directriz Contabilística n.º 17 da Comissão de Normalização Contabilística, na Norma Internacional de Contabilidade n.º 39 e na Norma Internacional de Relato Financeiro n.º 7, ambas do IASB.

### **2.2.1. Normativo da Comissão de Normalização Contabilística Portuguesa**

#### ***Directriz Contabilística n.º 17 – Contratos de Futuros (DC 17)***

A CNC publicou, em 1997, a DC 17 que define o tratamento contabilístico dos contratos de futuros<sup>44</sup> e, desde essa data, não publicou qualquer outro normativo sobre contabilização de instrumentos derivados, até à publicação, em 2009, do Sistema de Normalização Contabilística.

No que concerne ao reconhecimento inicial dos contratos, dado o mecanismo de liquidação diária de ganhos e perdas, os futuros registados segundo a DC 17, eram reconhecidos no activo ou no passivo, à medida que originassem ganhos ou perdas, a liquidar no dia seguinte (data em que a respectiva conta de activo ou passivo seria saldada por contrapartida de disponibilidades).

Quanto ao nominal do contrato, porque nem sempre era objecto de transacção entre as partes (uma vez que a maior parte dos derivados, ou são exercidos através de liquidação financeira, ou são revertidos antes da data de exercício), não era reconhecido no balanço das entidades. No entanto, por se tratar de informação importante para o utilizador das demonstrações financeiras, deveria fazer-se menção ao mesmo no Anexo ao Balanço e Demonstração dos Resultados.

A DC 17 (§3) identificava, para efeitos contabilísticos, apenas dois tipos de operações que poderiam ser levadas a cabo com contratos de futuros: operações de cobertura de risco e operações de especulação<sup>45</sup>. Relativamente às operações de especulação, definia o

---

<sup>43</sup> Sendo objecto de análise no ponto seguinte, referente a perspectivas futuras sobre o normativo contabilístico a adoptar em Portugal na contabilização de instrumentos derivados.

<sup>44</sup> De relembrar que o mercado de derivados em Portugal iniciou a sua actividade em 20 de Junho de 1996, com o lançamento dos Futuros OT 10 e dos Futuros PSI 20, data em que foi inaugurada a Bolsa de Derivados do Porto e que o mercado de opções só é lançado em Março de 1998 (BDP, 1999:5).

<sup>45</sup> Sendo as operações de arbitragem equiparadas às operações de especulação (CNC, DC 17: §4).

reconhecimento dos ganhos e perdas, resultantes dos ajustes diários, em contas de resultados do exercício, como resultados de natureza financeira (DC 17: §4.1).

No que concerne às operações de cobertura de risco, esta DC definia, como modelo a adoptar, o modelo de diferimento de ganhos e perdas (*deferral hedge accounting*). Este modelo, adoptado pelos organismos emissores de normas contabilísticas durante vários anos, encontrava-se definido na SFAS 80<sup>46</sup> do FASB. Partia-se do princípio que as anomalias, existentes no tratamento contabilístico das operações de cobertura de risco, se deviam ao facto de se valorizarem os instrumentos derivados pelo justo valor e, por isso, a contabilidade de cobertura deveria ser consistente com os critérios aplicáveis às posições cobertas. Assim, a DC 17 (§4.2.1) exigia que os ganhos ou perdas, provenientes de qualquer alteração no justo valor do derivado de cobertura, fossem reconhecidas em resultados do período, apenas quando fossem reconhecidos os ganhos ou perdas resultantes de alterações no justo valor da posição coberta. Deste modo, se a posição coberta fosse contabilizada pelo custo, os ganhos ou perdas do instrumento de cobertura teriam que ser diferidos e reconhecidos como resultados no mesmo período em que fossem reconhecidas as alterações de justo valor da posição coberta.

Atribuía-se a este modelo a vantagem de permitir o reconhecimento, em simultâneo, dos ganhos e perdas da posição de cobertura e das perdas e ganhos da posição coberta (Johnson e Swieringa, 1996). Contudo, a maior crítica apontada residia no facto de levar a uma quantificação errónea dos resultados e a um reconhecimento no balanço (como activos ou passivos) de perdas ou ganhos já realizados, os quais não cumpriam com as definições de activo ou passivo, apresentadas nas Estruturas Conceptuais, quer do FASB, quer do IASB (Wilson e Stanwick, 1995; Correia, 2000; Johnson e Swieringa, 1996; Barrio Tellado, 2000). Deste modo, o modelo não respeitava o princípio da especialização dos exercícios, ao não permitir o reconhecimento dos resultados no exercício em que se geravam, mas exigir o seu adiamento para o momento em que a posição coberta também afectasse resultados (Correia, 1999). No caso concreto das coberturas com contratos de futuros, os ganhos e perdas diferidos encontravam-se já realizados, devido ao mecanismo de liquidação diária de ganhos e perdas, imposto pelas bolsas onde os mesmos se transaccionam.

Por outro lado, este modelo preconizava um tratamento idêntico para todas as operações de cobertura de risco, independentemente de se tratar de coberturas perfeitas ou de

---

46 SFAS 80 – Contabilização de Contratos de Futuros.

coberturas imperfeitas. Partia-se do pressuposto de que todas as coberturas eram perfeitas, não estando prevista a necessidade de verificação, ao longo do período de vigência da cobertura, do seu grau de efectividade (Alcarria Jaime, 1998; Alves, 2000; Barrio Tellado, 2000).

Finalmente, no que concerne às divulgações, a DC 17 (§7), vinha exigir que fossem apresentadas, no Anexo ao Balanço e à Demonstração de Resultados, informações relativas aos contratos de futuros transaccionados, às operações de cobertura de risco levadas a cabo, aos métodos adoptados na avaliação do risco global das operações com contratos de futuros, aos saldos das contas de reconhecimento de margens associadas a estes contratos e às variações nos justos valores dos contratos de futuros e das posições cobertas existentes. Relativamente aos resultados do exercício, a DC 17 (§7) exigia, ainda, a divulgação dos ganhos e perdas obtidos, quer em operações de especulação, quer em operações de cobertura (com indicação dos ganhos e perdas obtidos na posição de cobertura e na posição coberta).

### **2.2.2. Normativo do *International Accounting Standards Board***

Conforme já referido anteriormente, na sequência do acordo entre o FASB e o IASB e da recente crise financeira internacional, o normativo do IASB sobre instrumentos financeiros tem vindo a sofrer profundas alterações, como a recente publicação da NIRF 9. Todavia, dado o espaço temporal objecto do nosso estudo, serão apenas abordadas, neste ponto, as disposições contidas nas normas do IASB, adoptadas pela UE, que vigoravam à data de 31 de Dezembro de 2009.

#### ***Norma Internacional de Contabilidade n.º 39 – Instrumentos Financeiros: Reconhecimento e mensuração (NIC 39)***

A NIC 39 (§9) define um instrumento derivado como:

“um instrumento financeiro ou outro contrato (...) com todas as três características seguintes:

- a) o seu valor altera-se em resposta à alteração numa taxa de juro, preço de instrumento financeiro, preço de mercadoria, taxa de câmbio, índice de preços ou taxas, notação de crédito ou índice de crédito ou outra variável, desde que, no caso de uma variável não financeira, a variável não seja específica de uma das partes do contrato (por vezes denominada «subjacente»);
- b) não é necessário qualquer investimento líquido inicial ou um investimento líquido inicial que seja inferior ao que seria exigido para outros tipos de

contratos que se esperaria que tivessem uma resposta semelhante às alterações nos factores de mercado; e

c) é liquidado numa data futura”.

Esta norma defende o reconhecimento de todos os instrumentos derivados no balanço, como activos e passivos (§14) e a sua mensuração pelo justo valor (§43 a §47), com reconhecimento dos ganhos e perdas, resultantes de alterações no justo valor, em resultados do período (§55).

Todavia, esta norma prevê um tratamento especial para operações de cobertura de risco, que dependerá da classificação da operação num dos seguintes três tipos de cobertura, identificados pela norma (§86):

- cobertura de justo valor;
- cobertura de fluxos de caixa; e
- cobertura de um investimento líquido numa unidade operacional estrangeira.

a) Cobertura de Justo Valor

Uma cobertura classifica-se como de justo valor quando cobre a exposição a alterações no justo valor de um activo, de um passivo, ou de um compromisso firme não reconhecido, ou uma parte identificável de um activo, de um passivo ou de um compromisso firme não reconhecido, que seja atribuível a um particular risco e que afectará o resultado líquido relatado (NIC 39: §86).

Antes da sua revisão, em 2003, a NIC 39 não classificava os compromissos firmes não reconhecidos como coberturas de justo valor. O argumento do IASB para essa opção era de que se deveria evitar o reconhecimento de um compromisso como um activo ou passivo [“que de outra forma não seria reconhecido como um activo ou passivo segundo a prática contabilística corrente” (IASB, NIC 39, 1998: §140)] e deveriam, assim, ser classificados como coberturas de fluxos de caixa. O IASB alterou esta postura na sua alteração às NIC 32 e 39, em 2003. A razão para esta alteração prende-se com a intenção do IASB de aproximar as disposições da NIC 39 às disposições da SFAS 133 do FASB (IASB, NIC 39, 2003: §BC173)<sup>47</sup>. Contudo, uma cobertura de um compromisso firme não reconhecido,

---

<sup>47</sup> Resulta de particular interesse destacar que, quer na norma para Pequenas e Médias Empresas, recentemente emitida pelo IASB, quer na NCRF 27, constante do novo Sistema de Normalização Contabilística, emitido pela Comissão de Normalização Contabilística portuguesa, os riscos de preço de “*commodities*” em compromissos firmes sejam tratados como cobertura de fluxos de caixa.

denominado em moeda estrangeira, poderá ser classificada em cobertura de justo valor ou em cobertura de fluxos de caixa (IASB, NIC 39: §87).

Nas coberturas de justo valor, os ganhos ou perdas gerados no derivado de cobertura deverão ser imediatamente reconhecidos em resultados do período. Da mesma forma, as perdas ou ganhos na posição coberta, atribuíveis ao risco coberto<sup>48</sup>, deverão ajustar a quantia escriturada do item coberto e afectar imediatamente os resultados do período (NIC 39: §89). Deste modo, é possível medir a efectividade da cobertura, pois o ganho ou perda líquido, resultante de ineficácia de cobertura, será relatado nos resultados correntes (NIC 39: §90).

#### **b) Cobertura de Fluxos de Caixa**

Uma relação de cobertura classifica-se como cobertura de fluxos de caixa se cobre exposições a variações nos fluxos de caixa, atribuíveis a um determinado risco, associado a um activo ou passivo reconhecido ou a uma transacção prevista altamente provável, que se espera que venham a afectar os resultados (NIC 39: §86).

O ganho ou perda no derivado de cobertura que seja considerado como cobertura eficaz, deverá ser reconhecido em capitais próprios, através da demonstração de alterações no capital próprio. A parte do ganho ou perda, considerada ineficaz, deverá ser imediatamente relatada em resultados do período (NIC 39: §95).

A NIC 39 (§98) prevê ainda que, se a posição coberta for uma transacção futura prevista e der origem ao reconhecimento de um activo ou de um passivo não financeiro<sup>49</sup>, o ganho ou perda, incorrido no derivado de cobertura, acumulado em capital próprio, poderá ajustar o valor pelo qual seja reconhecido o activo ou passivo, ou ser removido do capital apenas quando o activo ou passivo resultante da transacção prevista afectar resultados.

#### **c) Cobertura de um investimento líquido numa entidade estrangeira**

Neste tipo de cobertura, os ganhos ou perdas, obtidos no derivado de cobertura, que resultem de uma cobertura eficaz, deverão ser reconhecidos em capitais próprios, através da demonstração de alterações no capital próprio. Os ganhos ou perdas resultantes de cobertura ineficaz deverão ser imediatamente reconhecidos em resultados (NIC 39: §102). Posteriormente, “o ganho ou perda resultante do instrumento de cobertura relacionado com a porção eficaz da cobertura que tenha sido reconhecida directamente no capital

---

<sup>48</sup> Sublinhado nosso.

<sup>49</sup> Sublinhado nosso.

próprio deve ser reconhecido nos lucros ou prejuízos aquando da alienação da unidade operacional estrangeira” (NIC 39:§102).

#### Requisitos da contabilidade de cobertura

Para que uma determinada operação se possa qualificar para efeitos de contabilidade de cobertura, a NIC 39 (§88) exige que se verifiquem uma série de requisitos, de entre os quais se destacam a necessidade de existência de documentação formal do relacionamento de cobertura, do objectivo e da estratégia de gestão de risco da entidade, que a cobertura seja altamente eficaz e que a eficácia de cobertura possa ser mensurada de forma fiável e seja avaliada numa base contínua.

#### Fim da cobertura

De acordo com a NIC 39 (§91), a contabilidade de cobertura deve terminar quando a entidade revogar a designação da operação como sendo de cobertura de risco, quando a cobertura deixar de satisfazer os critérios de contabilidade de cobertura previstos na norma, ou quando o instrumento de cobertura expirar, for vendido, terminado ou exercido.

### ***Norma Internacional de Relato Financeiro n.º 7 – Instrumentos Financeiros: Divulgações (NIRF 7)***

Entretanto, em 2007, entra em vigor a NIRF 7, com o objectivo de exigir às entidades a divulgação, nas suas demonstrações financeiras, de informação que permita ao utilizador avaliar (NIRF 7: §1):

- “O significado dos instrumentos financeiros para a posição financeira e o desempenho da entidade;
- A natureza e a extensão dos riscos associados a instrumentos financeiros aos quais a entidade está exposta durante o período e na data de relato, assim como a forma como a entidade gere esses riscos”.

Segundo McDonnell (2007), as exigências de divulgação, de carácter qualitativo e quantitativo, previstas na NIRF 7, representam uma nova abordagem relativamente às restantes NIC/NIRF. De facto, de acordo com aquele autor, esta NIRF, expande, de forma significativa, o tipo e o nível de divulgações exigidas, relativas à forma como as empresas efectuem a avaliação e gestão dos riscos incorridos com instrumentos financeiros, e o cumprimento com estas exigências não será tarefa fácil.

No que concerne ao objecto de estudo do nosso trabalho, a NIRF 7, vem exigir a divulgação de informação relacionada com as políticas contabilísticas adoptadas, com o

justo valor, métodos e procedimentos adoptados na sua determinação, os riscos incorridos com a contratação de instrumentos financeiros e políticas adoptadas na gestão desses riscos e com a contabilidade de cobertura.

Apresentamos, no quadro seguinte, um resumo das exigências de divulgação sobre contabilidade de cobertura, contidas na NIRF 7<sup>50</sup>.

**Quadro 1.1– NIRF 7 – Divulgações sobre coberturas de risco**

Cobertura de Justo Valor	Cobertura de Fluxos de Caixa	Cobertura de Investimento Líquido em Entidade Estrangeira	
§22, a) Uma descrição do tipo de cobertura §22, b) Uma descrição do instrumento financeiro designado como de cobertura e seu justo valor à data de relato; §22, c) A natureza dos riscos a serem cobertos			Requisitos genéricos (aplicáveis aos três tipos de cobertura)
§ 24, a), i) Os ganhos ou perdas sobre o instrumento de cobertura; § 24, a), ii) Os ganhos ou perdas sobre o item coberto atribuíveis ao risco coberto	§23 a) Os períodos em que se espera que ocorram os fluxos de caixa e quando se espera que venham a afectar os resultados;  §23 b) Uma descrição das transacções previstas relativamente às quais tenha sido previamente usada a contabilidade de cobertura, mas já não se espera que ocorram;  §23 c) A quantia reconhecida no capital próprio durante o período;  §23 d) A quantia que foi removida do capital próprio e incluída nos resultados do período, indicando a quantia incluída em cada linha de item da demonstração dos resultados;  §23 e) A quantia que foi removida do capital próprio durante o período e incluída nos custos iniciais ou outra quantia escriturada de um activo não financeiro ou de um passivo não financeiro, cuja aquisição ou ocorrência seja uma transacção coberta prevista e altamente provável;  §24 b) A ineficácia reconhecida nos resultados decorrente das coberturas de fluxos de caixa.	§ 24 c) O valor reconhecido em resultados, decorrente de coberturas ineficazes.	Requisitos específicos (variam em função do tipo de cobertura)

Fonte: adaptado de Hausin, *et al.* (2008).

### 2.3. Perspectivas futuras

Conforme referimos anteriormente, a Comissão de Normalização Contabilística portuguesa emitiu, em 2009, o Sistema de Normalização Contabilística, que entrou em vigor em Janeiro de 2010<sup>51</sup>, e que contém a NCRF 27, que altera significativamente o tratamento contabilístico de instrumentos derivados.

<sup>50</sup> De referir que, por uma questão de uniformidade de critérios ao longo do período de análise, no estudo efectuado, nos baseámos na versão da NIRF 7, publicada através do Regulamento (CE) n.º 108/2006 da Comissão, de 11 de Janeiro de 2006.

<sup>51</sup> Que deverá ser adoptado pelas empresas não cotadas em bolsa.



Por seu lado, o IASB tem em curso um processo de substituição da NIC 39, tendo já publicado a NIRF 9 – Instrumentos Financeiros, que deverá entrar em vigor em 2013, e um *Exposure Draft* sobre contabilidade de cobertura.

Assim, consideramos de todo o interesse a apresentação das disposições contidas nestes novos normativos, de forma a estabelecer um cenário sobre o tratamento futuro de instrumentos derivados em Portugal. Nesse sentido, efectuamos, de seguida, um breve resumo da NCRF 27, da CNC, da NIRF 9 do IASB e do seu recente *Exposure Draft* sobre contabilidade de cobertura.

### **2.3.1. Norma Contabilística e de Relato Financeiro n.º 27 – Instrumentos Financeiros**

A NCRF 27 defende, também, o reconhecimento dos instrumentos derivados no balanço, como activos ou passivos (§6), e prevê a sua mensuração pelo justo valor, com reconhecimento das alterações no justo valor em resultados do período (§11 e §16).

No que concerne às operações de cobertura de risco, à semelhança da NIRF para Pequenas e Médias Empresas (PMEs) do IASB<sup>52</sup> (2009 b), a NCRF 27 prevê dois tratamentos distintos, em função da operação objecto de cobertura (NCRF 27: §37 a 43):

- *cobertura de risco de taxa de juro fixa ou de risco de preços de mercadorias para mercadorias detidas* – nestes casos, o instrumento de cobertura deve ser reconhecido como um activo ou passivo financeiro e as alterações no justo valor reconhecidas na demonstração de resultados. As alterações no justo valor do instrumento coberto (relacionadas com o risco coberto) deverão ser reconhecidas na demonstração de resultados e como um ajustamento à quantia escriturada do referido instrumento;

- *cobertura de risco de variabilidade da taxa de juro, risco cambial, risco de preço de mercadorias no âmbito de um compromisso ou de elevada probabilidade de transacção futura ou de investimento líquido numa operação estrangeira* – nestes casos, as alterações no justo valor do instrumento de cobertura deverão ser reconhecidas directamente no capital próprio e, subsequentemente, deverão reconhecer-se as liquidações periódicas em base líquida na demonstração de resultados no período em que as liquidações em base líquida ocorram.

---

<sup>52</sup> Publicada em Julho de 2009.

De acordo com a própria norma (§36) a contabilidade de cobertura é permitida apenas para:

- “a) risco de taxa de juro de um instrumento de dívida mensurado ao custo amortizado;
- b) risco de câmbio num compromisso firme ou numa transacção de elevada probabilidade futura (...);
- c) exposição a risco de preço em mercadorias que sejam detidas ou abrangidas por um compromisso firme ou por uma elevada probabilidade futura de transacção de compra ou de venda de mercadorias que tenham preços de mercado determináveis; ou
- d) exposição de risco cambial no investimento líquido de uma operação no estrangeiro”

Relativamente aos instrumentos financeiros mensurados pelo justo valor por via dos resultados, não se estabelece nenhum tipo de cobertura, uma vez que esta aparecerá de um modo natural, já que, ao registar os derivados da mesma forma (pelo justo valor por via dos resultados), a compensação dos valores produzir-se-á de forma automática na demonstração de resultados. Esta postura da CNC vai de encontro às propostas emitidas pelo FASB (1999) e pelo JWG (2000), que defendiam a inexistência de tratamentos especiais para operações de cobertura, com base no argumento de que a maior parte das operações de cobertura de risco, efectuadas pelas empresas, são sobre activos e passivos financeiros, os quais já se encontrarão mensurados ao justo valor.

O único risco de preço que se pode qualificar para contabilidade de cobertura é o de mercadorias, tanto para activos detidos, como para compromissos firmes ou transacções previstas altamente prováveis (NCRF 27, §36, al. c). Costa Toda, *et al.* (2008)<sup>53</sup> não consideram justificado que a contabilidade de cobertura não se possa desenvolver para o risco de crédito, já que os instrumentos podem claramente sofrer variações nos seus fluxos de caixa ou valorização como consequência dos mesmos. Concretamente, o risco de crédito não figura como possível objectivo numa contabilidade de cobertura em caso algum, enquanto o risco de câmbio só é possível para determinados compromissos firmes, em transacções futuras altamente prováveis ou em investimentos em operações estrangeiras.

Por outro lado, deixa-se de lado uma opção permitida pela NIC 39 – o chamado ajustamento de base: quando a transacção prevista dá posteriormente lugar a um novo

---

<sup>53</sup> A propósito do projecto de NIRF para PME, que, conforme referido, deverá ter servido de base à elaboração da NCRF 27.

elemento não financeiro no balanço poderá imputar-se, à sua mensuração inicial, os ganhos e perdas anteriormente reconhecidos no capital próprio, o que assegura a sua imputação a resultados no mesmo momento que a operação coberta (Costa Toda, *et al.*, 2008).

Contudo, convém referir que estas limitações poderão ser ultrapassadas, através da adopção da NIC 39 e da NIRF 7 do IASB, em detrimento da NCRF 27, conforme previsto na própria NCRF 27 (§2).

No que se refere às exigências de divulgação, esta norma (§53 a §55) prevê a necessidade de apresentação de informação detalhada sobre as operações de cobertura, que permitam, ao utilizador das demonstrações financeiras, a percepção do tipo de cobertura efectuada, dos riscos cobertos, dos instrumentos utilizados para o efeito e dos resultados obtidos com as referidas operações. Deste modo, a NCRF 27 virá, com certeza, aumentar o nível e a qualidade da informação que é divulgada pelas empresas portuguesas<sup>54</sup>, relativamente às operações com instrumentos financeiros e, consequentemente, com instrumentos derivados.

### **2.3.2. Norma Internacional de Relato Financeiro n.º 9 – Instrumentos Financeiros**

A NIRF 9 estabelece o reconhecimento inicial de todos os activos financeiros pelo justo valor (§5.1.1.) e define apenas duas categorias de activos financeiros, em função do método de mensuração subsequente adoptado (IASB, NIRF 9: § 4.1):

- activos financeiros a custo amortizado; e
- activos financeiros mensurados ao justo valor.

Para que um activo financeiro possa ser designado como mensurado ao custo amortizado deverá cumprir com os dois seguintes requisitos: o objectivo da entidade deverá ser o de manter o activo financeiro para recuperar o seu valor através dos fluxos de caixa gerados e não através da sua venda antes da data de vencimento contratual; a detenção do activo financeiro deve outorgar ao detentor o direito a receber uma série de fluxos de caixa, em datas determinadas, consistentes com o pagamento do principal e juros correspondentes (IASB, NIRF 9: §4.2). A norma prevê, contudo, a possibilidade da entidade optar por

---

<sup>54</sup> Especialmente das empresas que não se encontravam, ainda, obrigadas à adopção do normativo do IASB.

designar, no momento inicial, qualquer activo financeiro como medido ao justo valor, com reconhecimento de ganhos e perdas em resultados (IASB, NIRF 9: § 4.5).

Relativamente ao reconhecimento de ganhos e perdas, a norma prevê que:

- para os activos mensurados ao custo amortizado, os ganhos e perdas deverão ser reconhecidos em resultados do período quando o activo financeiro for desreconhecido, sujeito a imparidade, amortizado ou reclassificado (NIRF 9, §5.4.2).
- para os activos financeiros mensurados ao justo valor, os ganhos e perdas serão, em regra, reconhecidos em resultados (§5.4.1) Contudo, no caso de investimentos em instrumentos de capital próprio, não detidos para negociação, a entidade poderá optar pelo reconhecimento dos ganhos e perdas em componentes de outro rendimento integral.

Na NIC 1 (IASB, 2010 d), sobre apresentação de demonstrações financeiras, o IASB (NIC 1: §7) define *rendimento integral total* como todas as alterações no capital próprio decorrentes de operações que não estejam relacionadas com os detentores do capital e *componentes de outro rendimento integral*, como todos os itens de rendimento e gastos que não são reconhecidos em lucros ou prejuízos. O rendimento integral total poderá ser apresentado numa única demonstração financeira (demonstração do rendimento integral) ou em duas demonstrações financeiras – uma demonstração separada dos componentes de lucros ou prejuízos (demonstração dos resultados separada) e uma demonstração de rendimento integral, que inicia com os lucros ou prejuízos e apresenta, de seguida, os componentes de outro rendimento integral (NIC 1: §81). Na demonstração de alterações no capital próprio deverá apresentar-se o valor de rendimento integral total do período e os resultados das operações com os detentores de capital (NIC 1: §106).

No que concerne aos passivos financeiros, a NIRF 9 continua a prever a mensuração de todos os passivos financeiros, não detidos para negociação, ao custo amortizado, a não ser que a entidade opte pela mensuração ao justo valor (IASB, 2010 b). Contudo, a nova norma prevê que todos os instrumentos derivados passivos sejam mensurados ao justo valor, com reconhecimento de ganhos e perdas em resultados, incluindo aqueles que se liquidem através da entrega física de instrumentos de capital próprio não cotados e aqueles que se encontrem embutidos em outros instrumentos financeiros (IASB 2010 b).

### ***2.3.3. Exposure Draft – Hedge Accounting***

O recente ED sobre contabilidade de cobertura, publicado pelo IASB (2010 c): §IN12), define que o objectivo da contabilidade de cobertura é o da representação, nas demonstrações financeiras, do efeito das operações de cobertura de risco, que utilizam instrumentos financeiros para gerir as exposições decorrentes de determinados riscos e que podem afectar os resultados da entidade.

Não é nosso propósito apresentar, de forma exaustiva, todas as alterações propostas pelo IASB e, por isso, limitamo-nos a apresentar, sumariamente, aquelas que nos parece que terão maior impacto no tratamento das operações de cobertura.

No sentido de alargar o âmbito de aplicação de contabilidade especial de cobertura, o IASB (2010 c) propõe alterações nos requisitos para que determinado instrumento se possa qualificar como de cobertura e para que determinadas operações se possam qualificar como operações cobertas, de forma a alinhar os requisitos da contabilidade de cobertura com a realidade da gestão de risco das empresas. Permite, ainda, que sejam efectuados vários ajustamentos na posição de cobertura, ao longo do período da operação, devendo apenas ser descontinuada quando já não é possível reflectir a estratégia de gestão de risco da entidade (IASB, 2010 c): §23 e 24).

Deste modo, o IASB (2010 c): §5) propõe que qualquer activo ou passivo financeiro (excepto opções emitidas), mensurado pelo justo valor, com reconhecimento de alterações no justo valor em resultados do período, possa ser designado como instrumento de cobertura. Por outro lado, permite (§18) que se efectuem coberturas de variações no justo valor ou de variação nos fluxos de caixa, associados apenas a um determinado componente de um dado instrumento, definindo esse componente como o instrumento coberto.

Para além disso, o IASB (2010 c): §19), propõe alterar os requisitos de efectividade de cobertura, nos seguintes termos:

“uma relação de cobertura cumpre com os requisitos de efectividade de cobertura se satisfaz o objectivo de avaliação de eficácia de cobertura e se é expectável que produza compensações não acidentais”.

Em relação ao tratamento contabilístico, a maior alteração diz respeito às operações de cobertura de risco de justo valor: o IASB (2010c): §26) propõe que os ganhos e perdas no instrumento de cobertura e no instrumento coberto sejam reconhecidos em componentes de outro rendimento integral. A parte não efectiva de ganho ou perda, no instrumento de

cobertura, deverá ser reconhecida na demonstração de resultados separada<sup>55</sup>. O ganho ou perda no elemento coberto deverá ser apresentado, no balanço<sup>56</sup>, em linha separada, seguida àquela onde é apresentado o elemento coberto, e deverá ser desreconhecido no mesmo momento em que se efectuar o desreconhecimento do activo ou passivo coberto. Poderá, contudo, ser amortizado por contrapartida de resultados, se o elemento coberto se tratar de um instrumento financeiro mensurado ao custo amortizado (IASB, 2010 c): §28).

No caso de coberturas de compromissos firmes não reconhecidos, as variações no justo valor do instrumento de cobertura deverão ser reconhecidas no balanço, como activos ou passivos, com o correspondente reconhecimento de ganhos ou perdas em componentes de outro rendimento integral (IASB, 2010 c): §26, al. b). Se os compromissos firmes derem origem ao reconhecimento de um activo ou passivo não financeiro, o valor de reconhecimento inicial deste activo ou passivo deverá ser ajustado pelo valor do ganho ou perda acumulado, que havia sido reconhecido no balanço em resultado das variações no justo valor do derivado de cobertura (IASB, 2010 c): §27).

Relativamente às operações de cobertura de risco de fluxos de caixa e de um investimento líquido numa entidade estrangeira, o IASB (2010 c): §29 e §31) defende que os ganhos ou perdas, considerados efectivos, incorridos no derivado de cobertura, passem a ser reconhecidos em componentes de outro rendimento integral. Este valor acumulado em componentes de outro rendimento integral deverá transferir-se para resultados no mesmo momento em que a posição coberta afecte os resultados do período. Contudo, se a operação coberta se tratar de uma transacção futura prevista que dê origem ao reconhecimento de um activo ou passivo não financeiro, esse valor deverá ajustar o valor pelo qual o referido activo ou passivo não financeiro seja inicialmente reconhecido.

Estas alterações resultam na apresentação, numa única demonstração (demonstração do rendimento integral), dos efeitos das operações de gestão de risco (para coberturas de justo valor, fluxos de caixa e investimentos líquidos em entidades estrangeiras), fornecendo informação sobre a efectividade conseguida nas referidas coberturas.

Finalmente, no que concerne à divulgação de informação relacionada com as operações de cobertura, o IASB (2010 c): §40) vem exigir que as entidades apresentem informação sobre:

- a estratégia de gestão de risco da entidade e como a mesma é aplicada na gestão de risco;

---

<sup>55</sup> Conforme referido anteriormente, esta demonstração de resultados separada apresenta os componentes de lucros ou prejuízos (NIC 1, §81).

<sup>56</sup> A NIC 1 (IASB, 2010 d) altera a denominação do balanço para “demonstração da posição financeira”.

- de que forma as operações de cobertura afectam os futuros fluxos de caixa da entidade, em termos de valor, tempestividade e incerteza; e
- os efeitos da contabilidade de cobertura no balanço, na demonstração do rendimento integral e na demonstração de alterações nos capitais próprios.

Face ao exposto, prevê-se, a curto prazo, uma profunda alteração no tratamento contabilístico de instrumentos derivados, com a consequente necessidade de alteração do normativo nacional, em conformidade, de forma a contemplar as alterações que, entretanto, forem aprovadas no seio do IASB e da UE.

### **3. Revisão de estudos empíricos**

---

Ao longo das últimas décadas, acompanhando o debate à volta dos desastres e dos riscos incorridos com instrumentos derivados e a evolução no normativo contabilístico sobre divulgação de informação sobre estes instrumentos, foram vários os autores que se preocuparam em estudar as práticas de utilização e de divulgação sobre os referidos instrumentos.

Podemos identificar vários tipos de estudos relacionados com instrumentos derivados: por um lado, estudos que se preocupam em comprovar a relevância do valor da informação divulgada sobre instrumentos derivados (McAnally, 1996; Schrand, 1997; Higgs, 1998; Wong, 2000; Seow e Tam, 2002; Elliott-Brownell, 2004; Wang, *et al.*, 2005; Hassan, *et al.*, 2006; Ahmed, *et al.*, 2006; Ameer, 2009; Hassan e Mohd-Saleh, 2010).

Por outro lado, podemos identificar estudos que se preocupam em analisar o grau de cumprimento, em termos de divulgação de informação, com as exigências contidas em determinado normativo (Goldberg, *et al.*, 1995; Edwards e Eller, 1995 e 1996; Alcarria Jaime, 1996; Roulstone, 1999; Chalmers e Godfrey, 2000; Chalmers, 2001; Costa Junior, 2003; Helliar, *et al.*, 2004; Bhamornsiri e Shroeder, 2004; Woods e Marginson, 2004; Darós e Borba, 2005; Lopes e Rodrigues, 2006; Strouhal, 2006; Lemos e Rodrigues, 2007a e 2007b; Hausin, *et al.*, 2008; Oliveira, *et al.*, 2008; Morais e Fialho, 2008; Darus e Taylor, 2009; Bonaci, *et al.*, 2009; Yapa, 2009; Bishof, 2009). Nesta linha de investigação, destacamos alguns estudos que se preocuparam em analisar o grau de cumprimento, por parte das instituições financeiras, com as recomendações do BCBS e da IOSCO, relativamente à informação a divulgar sobre instrumentos financeiros e riscos incorridos com a sua contratação (BCBS e IOSCO, 1995b, 1996, 1997, 1998b, 1999b; BCBS, 2001, 2002, 2003; Xavier, 2003; Yong, *et al.*, 2005; Feria Dominguez e Oliver Alfonso, 2006; Linsley, *et al.*, 2006; Benedetto e Silva, 2008; Carneiro, 2008; Woods, *et al.*, 2008; Alves e Cherobim, 2009; Dantas, *et al.*, 2010).

Finalmente podemos identificar, ainda, estudos que procuram identificar as características das empresas e os motivos para a utilização dos instrumentos derivados (Mian, 1996; Berkman e Bradbury, 1996; Colquitt e Hoyt, 1997; Goldberg, *et al.*, 1998; Nguyen e Faff, 2002 e 2003; Berkman, *et al.*, 2002; Adedeji e Baker, 2002; Borokhovich *et al.*, 2004; Ayala Calvo *et al.*, 2005; Shiu, 2007; Ashraf *et al.*, 2007; Kim, *et al.*, 2008; Carneiro e Sherris, 2008; Bartram, *et al.*, 2009) e estudos que se preocupam em estudar os factores determinantes da divulgação de informação sobre aqueles instrumentos (Peters, *et al.*, 2001; Chalmers e



Godfrey, 2004; Aggarwal e Simkins, 2004; Mir Fernández, *et al.*, 2006; Hassan, *et al.*, 2006/2007; Lopes e Rodrigues, 2007, Hassan, *et al.*, 2009; Lemos, *et al.*, 2009).

### **3.1. Estudos sobre “value relevance” da informação sobre instrumentos derivados**

Na primeira categoria de estudos citada, têm sido vários os autores que obtiveram evidência empírica da importância, atribuída pelo mercado, à informação sobre instrumentos derivados que é divulgada pelas empresas.

A maior parte dos estudos nesta linha de investigação foram desenvolvidos nos estados Unidos da América (EUA) (McAnally, 1996; Schrand, 1997; Higgs, 1998; Wong, 2000; Seow e Tam, 2002; Elliott-Brownell, 2004; Wang, *et al.*, 2005; Ahmed, *et al.*, 2006), enquanto o estudo de Hassan, *et al.* (2006) foi desenvolvido na Austrália e os estudos de Ameer (2009) e de Hassan e Mohd-Saleh (2010) na Malásia.

Relativamente à amostra utilizada, a maior parte dos estudos procura analisar a informação divulgada por instituições financeiras (McAnally, 1996; Schrand, 1997; Seow e Tam, 2002; Wang, *et al.*, 2005; Ahmed, *et al.*, 2006) e companhias de seguros (Higgs, 1998), enquanto outros estudos se centram na análise de empresas cotadas em bolsa (Elliott-Brownell, 2004; Ameer, 2009; Hassan e Mohd-Saleh, 2010) ou de maiores empresas industriais (Wong, 2000; Hassan, *et al.*, 2006).

McAnally (1996) conclui que a informação, divulgada de acordo com a SFAS 105 do FASB, sobre o valor nominal dos instrumentos fora de balanço e dos instrumentos derivados, traduz informação relevante sobre risco. Por seu lado, Higgs (1998) não consegue provar a existência de qualquer associação entre a informação divulgada sobre instrumentos derivados e a percepção do mercado quanto ao risco da empresa e ao valor das acções. Todavia, esta autora destaca que a informação apresentada pelas empresas estudadas não cumpre totalmente com o normativo em vigor e varia significativamente, sendo, muitas vezes, difícil de interpretar, o que poderá justificar os resultados obtidos.

Por outro lado, Ahmed *et al.* (2006) comprovam que o mercado atribui maior importância aos instrumentos derivados reconhecidos nas demonstrações financeiras ao justo valor do que aos instrumentos derivados não reconhecidos, mas cujo justo valor é divulgado nas notas, indicando que, em termos de “value relevance”, divulgação e reconhecimento não são substitutos. Do mesmo modo, Hassan, *et al.* (2006) concluem que a informação sobre o justo valor dos instrumentos financeiros e instrumentos derivados se encontra associada

com o valor de mercado das empresas estudadas, estando, contudo limitada aos instrumentos financeiros reconhecidos e a algumas operações.

Outros estudos obtêm evidência empírica de existência de uma associação positiva entre a divulgação de informação sobre instrumentos derivados e o valor de retorno das ações (Seow e Tam, 2002), a diferença entre as ofertas de compra e de venda das ações (Elliott-Brownell, 2004), as variações dos valores das empresas financeiras (Wang, *et al.*, 2005) e o valor de mercado das ações (Ameer, 2009; Hassan e Mohd-Saleh, 2010), indicando que os agentes de mercado utilizam a referida informação na determinação dos valores citados.

Schrand (1997) obtêm evidência de uma associação positiva entre a informação divulgada e a percepção do impacto da utilização de derivados sobre a sensibilidade a variações nas taxas de juro, enquanto Wong (2000) obtêm uma associação parcial entre a divulgação de informação sobre o valor nominal e o justo valor de derivados sobre taxas de câmbio e a determinação, por parte dos investidores, da sensibilidade dos retornos de capital à exposição cambial.

Face ao exposto, concluímos que os estudos citados demonstram que os agentes de mercado atribuem alguma importância à informação, divulgada pelas empresas, sobre as suas operações com instrumentos derivados. Assim, consideramos de todo o interesse analisar se as empresas se preocupam em revelar essa informação ao mercado, estudando as práticas de divulgação adoptadas.

Apresenta-se, no quadro AI.1, do Apêndice I, um resumo dos estudos citados.

### **3.2. Estudos sobre o grau de cumprimento com as exigências de divulgação de informação sobre instrumentos derivados**

Com a publicação, por parte dos principais organismos, de normas ou recomendações específicas sobre divulgação de informação sobre instrumentos financeiros, em particular sobre instrumentos derivados, têm sido vários os autores que se preocupam em estudar o grau de cumprimento com as exigências de divulgação contidas nas normas, ou com o impacto provocado pela obrigatoriedade de adopção de determinada norma na informação divulgada (Goldberg, *et al.*, 1995; Edwards e Eller, 1995 e 1996; Alcarria Jaime, 1996; Roulstone, 1999; Chalmers e Godfrey, 2000; Chalmers, 2001; Marshall e Weetman, 2002; Costa Junior, 2003; Helliard, *et al.*, 2004; Bhamornsiri e Shroeder, 2004; Woods e Marginson, 2004; Darós e Borba, 2005; Lopes e Rodrigues, 2006; Strouhal, 2006; Lemos e Rodrigues,

2007a) e 2007b); Hausin, *et al.*, 2008; Oliveira, *et al.*, 2008; Moraes e Fialho, 2008; Darus e Taylor, 2009; Bonaci, *et al.*, 2009; Yapa, 2009; Bischof, 2009).

A generalidade dos estudos citados utiliza, como metodologia de investigação, a análise de conteúdo dos relatórios anuais ou das demonstrações financeiras anuais das empresas estudadas, efectuando uma análise descritiva da informação divulgada, codificando a informação em qualitativa e/ou quantitativa, de forma a identificar tendências na apresentação e na divulgação da informação (Woods e Marginson, 2004; Lemos e Rodrigues, 2007a e 2007b), ou efectuando uma análise do nível de divulgação através da contagem de palavras (Woods e Marginson, 2004; Yapa, 2009), de referências (Lemos e Rodrigues, 2007a), ou de linhas de divulgação relevantes (Darus e Taylor, 2009; Yapa, 2009). Alguns estudos utilizam um índice de divulgação (Chalmers, 2001; Marshall e Weetman, 2002; Moraes e Fialho, 2008; Darus e Taylor, 2009), ou matrizes de divulgação (Hausin, *et al.*, 2008; Lopes e Rodrigues, 2006; Yapa, 2009) para aferir o grau de cumprimento com determinado normativo. Contudo, Darus e Taylor (2009) complementam a análise de conteúdo através da distribuição de um questionário a um grupo seleccionado de 12 especialistas (analistas financeiros), no sentido de percepcionar os “*proprietary costs*” associados a cada item de divulgação, a fim de criar um índice ponderado de divulgação voluntária de “*proprietary information*”.

Por outro lado, Helliard, *et al.* (2004) utilizam, como metodologia de investigação, a condução de entrevistas a 15 gestores de tesouraria de grandes empresas do Reino Unido, levadas a cabo entre Maio e Julho de 2001, com o intuito de analisar o impacto que a implementação da *Financial Reporting Standard* (FRS) 13, do *Accounting Standards Board* (ASB), teve nos preparadores das demonstrações financeiras, quer na obtenção dos dados necessários à elaboração das demonstrações financeiras, quer nas práticas e procedimentos de gestão de tesouraria.

No que concerne às normas estudadas, nos Estados Unidos da América, Goldberg, *et al.* (1995) procuram verificar se as maiores empresas cumprem com as exigências de divulgação contidas nas SFAS 105 e SFAS 107 do FASB, Edwards e Eller, (1995 e 1996) estudam o grau de cumprimento com as exigências contidas na SFAS 119, Roulstone (1999) estuda a divulgação de informação por parte das empresas cotadas em bolsa, procurando verificar se cumprem com as disposições contidas na *Financial Reporting Release*

(FRR) 48<sup>57</sup> da SEC e Bhamornsiri e Shroeder (2004) analisam as divulgações efectuadas à luz da SFAS 133 do FASB. Estes autores constataam que, à excepção das entidades bancárias, que cumprem adequadamente com o normativo em vigor e apresentam informação detalhada sobre as operações com instrumentos derivados (Goldberg, *et al.*, 1995; Edwards e Eller, 1995 e 1996), as restantes empresas não divulgam, de forma consistente e detalhada, toda a informação exigida nas normas. Todavia, Goldberg, *et al.* (1995), Edwards e Eller (1995 e 1996) e Roulstone (1999) verificam uma evolução positiva na quantidade e qualidade da informação divulgada, ao longo do período de análise.

Marshall e Weetman (2002) efectuam um estudo comparativo do nível de divulgação sobre operações de cobertura de risco, por parte de uma amostra constituída por 30 empresas sediadas nos EUA e 30 empresas sediadas no Reino Unido. Este estudo dá continuidade a um estudo prévio, realizado por Marshall (2000), que através de um questionário, analisa as práticas de gestão de risco adoptadas por uma amostra de empresas multinacionais dos EUA, Reino Unido e Ásia-Pacífico. O estudo de Marshall e Weetman (2002) analisa as práticas de divulgação à luz da SFAS 119 do FASB, da FRR 48 da SEC e da FRS 13<sup>58</sup> do ASB e conclui que as empresas estudadas apresentam um nível de divulgação inferior a 50%. Obtêm evidência empírica da retenção de informação considerada *proprietary* e que as empresas com maiores níveis de exposição ao risco são as que apresentam níveis de divulgação mais reduzidos.

Outros autores preocupam-se em verificar o grau de cumprimento com as exigências contidas nas NIC 32 e NIC 39, emitidas pelo IASB, em determinado país, como a República Checa (Strouhal, 2006 e Bonaci, *et al.*, 2009), ou em vários países da União Europeia (UE) (Morais e Fialho, 2008) e com a NIRF 7, na Suécia (Hausin, *et al.*, 2008) e por entidades bancárias de vários países da UE (Bischof, 2009). Strouhal (2006) conclui que a divulgação, sobre operações com instrumentos derivados, pelas empresas cotadas na Bolsa de Praga, é muito escassa e a informação apresentada não é uniforme, o que dificulta a sua interpretação e comparação. Bonaci, *et al.* (2009) dão continuidade a este estudo e verificam que a informação divulgada continua a ser muito reduzida e que a maior parte das empresas não apresenta informação sobre as estratégias de cobertura de risco e sobre as medidas adoptadas na medição da efectividade de cobertura.

---

<sup>57</sup> FRR 48 – *Disclosure of accounting policies for derivative financial instruments and derivative commodity instruments and disclosure of quantitative and qualitative information about market risk inherent in derivative financial instruments, other financial instruments and derivative commodity instruments.*

<sup>58</sup> FRS 13 – *Derivatives and other financial instruments: disclosures*, emitida pelo *Accounting Standards Board*, em 1998, de adopção obrigatória para os exercícios que terminassem a partir de 23 de Março de 1999.

Morais e Fialho (2008), Hausin, *et al.* (2008) e Bishof (2009) observam um elevado grau de cumprimento com as normas estudadas, principalmente por parte das empresas financeiras (Morais e Fialho, 2008; Bishof, 2009), embora as exigências de divulgação mais complexas e delicadas sejam aquelas que apresentam menor grau de cumprimento (Hausin, *et al.*, 2008). Para além da análise dos relatórios anuais, Hausin, *et al.* (2008) conduzem três entrevistas a profissionais de contabilidade e analistas financeiros. Entrevistam um representante da KPMG de Estocolmo, especialista em contabilidade, e dois analistas financeiros, com o intuito de obter a perspectiva dos investidores na análise da informação divulgada pelas empresas. Destas entrevistas, concluem que os analistas financeiros atribuem maior importância à informação de carácter quantitativo e que as exigências de divulgação sobre operações de cobertura de risco, contidas na NIRF 7, não são muito importantes nos seus processos de tomada de decisão. Contudo, Bishof (2009) conclui que a adopção da NIRF 7 contribuiu para um aumento global da qualidade de divulgação das entidades bancárias europeias.

No Reino Unido, o impacto de adopção da FRS 13, do ASB, é estudado por Woods e Marginson (2004), que procuram determinar a utilidade da informação, divulgada de acordo com a referida norma, para o investidor. Através da análise da informação apresentada por nove bancos do Reino Unido, durante o exercício de 1999, estes autores comprovam que as práticas de divulgação sobre instrumentos derivados são muito limitadas em termos de utilidade para a tomada de decisões. Por seu lado, Helliard, *et al.* (2004) analisam o impacto que a implementação da referida norma teve nos preparadores das demonstrações financeiras, e constataam que, apesar da maior parte da informação necessária ao cumprimento da FRS 13 já estar a ser produzida internamente, como parte do relato de gestão, a informação recolhida revelou-se de extrema importância, atribuindo destaque à actividade de gestão de tesouraria.

Na Austrália, Chalmers e Godfrey (2000) analisam o grau de cumprimento com a AASB 1033 do *Australian Accounting Standards Board* e concluem que a qualidade da informação divulgada é muito insatisfatória. A maior fraqueza reside em divulgações de justo valor muito incompletas e na falta de divulgações sobre as políticas contabilísticas adoptadas para determinados instrumentos. Posteriormente, os estudos de Chalmers (2001) e de Darus e Taylor (2009), que abarcam períodos de sete e seis anos, respectivamente, comprovam a existência de um aumento gradual na quantidade de informação divulgada, sendo esse aumento mais evidente após a entrada em vigor da AASB 1033. Todavia, Yapa (2009) estuda o grau de cumprimento com a AASB 7, *Financial Instruments: Disclosures*, e conclui que

o mesmo se situa abaixo dos 50% e que as empresas falham em divulgar informação detalhada sobre os riscos de crédito e de liquidez.

Em outros países, como o Brasil (Costa Junior, 2003 e Darós e Borba, 2005, Oliveira, *et al.*, 2008) e Espanha (Alcarria Jaime, 1996), os estudos centram-se na análise da informação divulgada à luz do normativo nacional vigente, procurando aferir o impacto da futura adopção de normas internacionais de contabilidade (Oliveira, *et al.*, 2008). Todos os estudos citados confirmam que a informação divulgada é, ainda, incipiente e que as empresas não cumprem com todas as recomendações incluídas nas normas em vigor. Contudo, Oliveira, *et al.* (2008) concluem que uma das empresas analisadas já cumpre com as exigências de divulgação contidas nas normas internacionais de contabilidade (de aplicação obrigatória, apenas a partir de 2010).

Em Portugal, os estudos de Lopes e Rodrigues (2006), Lemos e Rodrigues (2007a e 2007b) preocupam-se em verificar o grau de cumprimento com as exigências contidas nas NIC 32 e NIC 39, por parte das empresas cotadas na *Euronext Lisbon*, nos períodos de 2001 e de 2001 e 2004, respectivamente. As autoras concluem que as empresas portuguesas não respeitam, ainda, as exigências de divulgação contidas no normativo do IASB. O nível de divulgação é bastante reduzido e a informação apresentada é muito genérica. Para além disso, verifica-se um nível de divulgação bastante insatisfatório, especialmente no que diz respeito a operações de cobertura de risco e às técnicas adoptadas na determinação do justo valor (Lopes e Rodrigues, 2006). Todavia, observa-se um aumento significativo na quantidade de informação divulgada entre 2001 e 2004 (Lemos e Rodrigues, 2007a e 2007b).

Nos períodos analisados pelos estudos citados, as empresas portuguesas já deveriam respeitar o normativo do IASB no tratamento contabilístico de todos os instrumentos derivados, excepto contratos de futuros. A Comissão de Normalização Contabilística havia apenas publicado a Directriz Contabilística n.º 17, sobre contratos de futuros, mas previa-se, na DC n.º 13, a possibilidade de integração de lacunas, através do respeito das disposições contidas nas normas internacionais de contabilidade emitidas pelo IASB. Face ao exposto, consideramos pertinente o estudo da informação divulgada pelas empresas portuguesas cotadas em bolsa, nos períodos posteriores à adopção obrigatória da totalidade do normativo do IASB. Esperamos que a obrigatoriedade de adopção deste normativo, a partir de 2005, e a posterior entrada em vigor da NIRF 7, tenham contribuído para o aumento da quantidade e qualidade de informação divulgada, por parte das empresas portuguesas, relativamente a operações com instrumentos derivados.

No quadro AI.2, do Apêndice I, apresenta-se um resumo dos estudos citados, com indicação, em maior detalhe, das principais conclusões.

### **3.3. Estudos sobre divulgação de informação, relativa a instrumentos financeiros e riscos incorridos, nas instituições financeiras**

Alguns dos autores anteriormente citados preocupam-se em estudar a divulgação de informação apresentada, exclusivamente, pelas instituições financeiras (Edwards e Eller, 1995 e 1996; Woods e Marginson, 2004, Oliveira *et al.*, 2008, Bischof, 2009).

Outros autores preocupam-se em analisar a informação divulgada por aquelas instituições, particularmente no que concerne a riscos incorridos (Alves e Cherobim, 2009) e seus factores determinantes (Linsley, *et al.*, 2006; Woods, *et al.*, 2008, Dantas, *et al.*, 2010) e ao grau de cumprimento com as recomendações contidas na publicação conjunta do BCBS e da IOSCO (1995a e 1999b), relativamente à divulgação de informação sobre instrumentos financeiros e riscos associados à negociação dos mesmos (BCBS e IOSCO, 1995b, 1996, 1997, 1998b, 1999b; BCBS, 2001, 2002, 2003; Xavier, 2003; Yong, *et al.*, 2005; Feria Dominguez e Oliver Alfonso, 2006; Beneditto e Silva, 2008; Carneiro, 2008).

No que se refere à informação sobre riscos e seus factores determinantes, Linsley, *et al.* (2006) procuram analisar a informação divulgada, pelos maiores bancos do Reino Unido e do Canadá, sobre riscos e políticas de gestão de risco e Woods, *et al.* (2008) analisam a informação divulgada, sobre risco de mercado, pelos 25 maiores bancos do mundo, através de uma análise de conteúdo aos relatórios anuais relativos aos exercícios económicos de 2000 a 2006. Linsley, *et al.* (2006) constatarem que a informação de carácter quantitativo e a informação sobre as políticas de gestão de risco são as que aparecem com maior frequência. O tamanho da empresa e o número de definições de risco são factores explicativos do nível de divulgação. Woods, *et al.* (2008) verificam uma evolução pouco significativa no nível de divulgação ao longo do período analisado. Concluem pela existência de diferenças significativas nas práticas de divulgação a nível internacional e obtêm evidência empírica de uma associação positiva entre o nível de divulgação e a extensão do relatório anual, mas não obtêm evidência de qualquer associação com o tamanho da entidade.

Alves e Cherobim (2009) procuram analisar o grau de cumprimento com as recomendações do Comité de Basileia, sobre risco operacional, nos maiores bancos brasileiros e em nove bancos sediados nos Estados Unidos da América e na Europa. Comprovam que os bancos

sediados no Brasil apresentam menos informação que os bancos situados no estrangeiro, mas que o nível de divulgação aumentou, de 2003 para 2004, em todos os países estudados.

Dantas, *et al.* (2010) procuram avaliar o impacto do Acordo de Basileia II na forma como os bancos brasileiros efectuem a divulgação de informação sobre risco de crédito e seus factores determinantes, no período de 2001 a 2008, enquanto Feria Dominguez e Oliver Alfonso (2006) o fazem, relativamente ao risco de mercado, para algumas instituições financeiras espanholas, no período de 1999 a 2004. Os autores concluem que o nível de divulgação aumentou durante os períodos estudados, mas o grau de cumprimento com as recomendações do Comité de Basileia é ainda bastante baixo (Dantas, *et al.*, 2010) e a informação divulgada é inconsistente entre entidades, o que dificulta a comparabilidade e a garantia de transparência, indispensável à salvaguarda da disciplina de mercado (Feria Dominguez e Oliver Alfonso, 2006)

No que concerne ao grau de cumprimento com as recomendações do BCBS e da IOSCO, após a emissão, em 1995, da primeira publicação conjunta, com indicações sobre divulgação de informação sobre operações de negociação e com instrumentos derivados, aqueles dois organismos conduziram uma série de estudos (BCBS e IOSCO, 1995b, 1996, 1997, 1998b, 1999b), em anos consecutivos, através de uma amostra, constituída pelos principais bancos e empresas corretoras a operar nos países pertencentes ao Grupo dos Dez (G10), procurando aferir as práticas de divulgação adoptadas pelas instituições analisadas. Verificam que, ao longo dos anos, aumenta o número de entidades que apresentam determinadas informações e o nível de divulgação apresentado. As entidades estudadas revelam alguma informação sobre as estratégias de gestão de risco implementadas, sobre os instrumentos derivados contratados, sobre as políticas contabilísticas e de mensuração adoptadas e sobre o impacto das operações com derivados nos resultados.

Posteriormente, o BCBS (2001, 2002, 2003) publica estudos sobre a divulgação de informação por parte dos bancos, nos exercícios de 1999, 2000 e 2001, sendo dois dos itens analisados, a divulgação de informação sobre instrumentos derivados de crédito e sobre outros instrumentos derivados. Mais uma vez, o nível de divulgação aumenta ao longo do período de análise, sendo a informação mais frequente a relacionada com os objectivos de contratação de derivados de não negociação e com a descrição das operações de cobertura implementadas. A informação menos divulgada é a que diz respeito ao risco de crédito e aos derivados de crédito.



No Brasil, Xavier (2003) analisa a informação divulgada, por parte dos 10 maiores bancos brasileiros, durante os exercícios de 2001 e 2002, procurando aferir o grau de cumprimento com as recomendações do acordo de Basileia, e Beneditto e Silva (2008) analisam a informação divulgada por três instituições financeiras Brasileiras, entre 2001 e 2007, com o objectivo de comparar as práticas de divulgação adoptadas com as recomendações do Comité de Basileia e do Banco Central do Brasil. Carneiro (2008) procura aferir sobre o grau de cumprimento com as exigências de divulgação contidas na NIRF 7 do IASB e com o Pilar III do Acordo de Basileia II, por parte de três grandes instituições financeiras brasileiras. Todos os autores obtêm graus de cumprimento com as normas referidas bastante reduzidos, apesar de se verificar um ligeiro aumento ao longo dos períodos analisados (Xavier, 2003; Beneditto e Silva, 2008)

Yong, *et al.* (2005), analisam o grau de cumprimento com as recomendações do BCBS e da IOSCO, por parte de uma amostra de 146 bancos, sediados nos dez países da Ásia-Pacífico<sup>59</sup>, para o exercício económico de 2002. Utilizam, para o efeito, um índice de divulgação, compreendendo todas as recomendações emitidas pelo BCBS e pela IOSCO. Obtêm um valor médio de divulgação igual a 35%, indicador de que muitas das recomendações não são, ainda, respeitadas pelas instituições analisadas. Observam diferenças nas práticas de divulgação adoptadas nos diferentes países, sendo os níveis de divulgação mais elevados apresentados por instituições sediadas em Singapura, Hong Kong e Austrália e os mais reduzidos apresentados por instituições sediadas nas Filipinas. A informação divulgada com maior frequência é a de carácter geral e qualitativo, sendo as informações de carácter quantitativo as menos divulgadas.

Depreende-se de todos os estudos citados, que, apesar das instituições bancárias utilizarem instrumentos derivados, quer em seu próprio nome, quer como intermediários nas operações dos seus clientes, a informação que divulgam, nos seus documentos de prestação de contas, sobre este tipo de operações é, ainda, bastante limitada. No momento actual, em que se discute a actuação deste tipo de entidades em operações sujeitas a riscos elevados e o seu impacto na crise financeira internacional, é importante perceber de que forma estas empresas operam no mercado de derivados e como delinham as suas estratégias de gestão de risco.

---

<sup>59</sup> Os países considerados são: Austrália, Hong Kong, Japão, Malásia, Nova Zelândia, Filipinas, Taiwan, Tailândia, Singapura e Coreia do Sul.

Em Portugal não foi efectuado, até à data, qualquer estudo sobre as práticas de divulgação, adoptadas pelas entidades bancárias, sobre as operações realizadas com instrumentos derivados e sobre os riscos associados. Deste modo, consideramos de todo o interesse o estudo da informação apresentada por este tipo de entidades, que nos permita inferir a extensão de divulgação sobre as operações realizadas no mercado de derivados.

No quadro AI.3, do Apêndice I, apresenta-se um resumo dos estudos citados, com indicação, em maior detalhe, das principais conclusões.

### **3.4. Estudos sobre factores determinantes da utilização e da divulgação de informação sobre instrumentos derivados**

Nos últimos anos têm sido publicados alguns estudos que procuram analisar quais os factores determinantes da utilização de instrumentos derivados (Mian, 1996; Berkman e Bradbury, 1996; Colquitt e Hoyt, 1997; Goldberg, *et al.*, 1998; Nguyen e Faff, 2002 e 2003; Berkman, *et al.*, 2002; Adedeji e Baker, 2002; Borokhovich, *et al.*, 2004; Ayala Calvo, *et al.*, 2005; Shiu, 2007; Ashraf, *et al.*, 2007; Kim, *et al.*, 2008; Carneiro e Sherris, 2008; Bartram, *et al.*, 2009) e da divulgação de informação sobre instrumentos derivados, através da análise de conteúdo aos relatórios anuais das empresas analisadas (Peters, *et al.*, 2001; Chalmers e Godfrey, 2004; Aggarwal e Simkins, 2004; Hassan, *et al.*, 2006/2007; Mir Fernández, *et al.*, 2006; Lopes e Rodrigues, 2007; Hassan, *et al.*, 2009; Lemos, *et al.*, 2009).

#### **3.4.1. Estudos sobre factores determinantes da utilização de instrumentos derivados**

Ainda que não seja um dos objectivos do nosso estudo, apresentamos, de seguida, um resumo dos estudos que se preocupam em analisar os factores determinantes da utilização de instrumentos derivados, pois esperamos que a utilização destes instrumentos condicione o nível de informação divulgada.

Assim, no que concerne à amostra utilizada, a maior parte dos estudos citados centram-se na análise de utilização de derivados por parte das maiores empresas (Goldberg, *et al.*, 1998; Adedeji e Baker, 2002; Berkman *et al.*, 2002; Carneiro e Sherris, 2008; Bartram *et al.*, 2009), ou por parte das empresas cotadas em bolsa (Berkman e Bradbury, 1996; Nguyen e Faff, 2002), excluindo, em alguns casos, as empresas financeiras (Mian, 1996; Nguyen e Faff, 2002 e 2003; Borokhovich, *et al.*, 2004; Kim, *et al.*, 2008). Por outro lado, alguns estudos

centram-se na análise da utilização de instrumentos derivados por parte das empresas financeiras, como seguradoras (Mian, 1996; Shiu, 2007), bancos (Ashraf, *et al.*, 2007) e fundos de investimento (Ayala Calvo, *et al.*, 2005).

Em termos de localização geográfica, a maior parte dos estudos realizados, situa-se nos Estados Unidos da América (Mian, 1996; Colquitt e Hoyt, 1997; Goldberg, *et al.*, 1998; Borokhovich, *et al.*, 2004; Ashraf, *et al.*, 2007) e na Austrália (Nguyen e Faff, 2002 e 2003; Berkman *et al.*, 2002; Carneiro e Sherris, 2008). Foram, contudo identificados outros estudos, realizados no Reino Unido (Adedeji e Baker, 2002; Shiu, 2007), na Nova Zelândia (Berkman e Bradbury, 1996), em Espanha (Ayala Calvo, *et al.*, 2005) ou em vários países (Bartram, *et al.*, 2009).

Relativamente às características empresariais, associadas à utilização, ou ao nível de utilização, de instrumentos derivados, identificam-se como principais factores determinantes, o tamanho da empresa (Mian, 1996; Berkman e Bradbury, 1996; Goldberg, *et al.*, 1998; Nguyen e Faff, 2002 e 2003; Berkman, *et al.*, 2002; Adedeji e Baker, 2002; Shiu, 2007; Ashraf, *et al.*, 2007; Kim, *et al.*, 2008; Carneiro e Sherris, 2008; Bartram, *et al.*, 2009), o nível de endividamento (Berkman e Bradbury, 1996; Colquitt e Hoyt, 1997; Goldberg, *et al.*, 1998; Nguyen e Faff, 2002 e 2003; Berkman, *et al.*, 2002; Adedeji e Baker, 2002; Kim, *et al.*, 2008; Bartram, *et al.*, 2009), o nível de liquidez (Berkman e Bradbury, 1996; Mian, 1996; Goldberg, *et al.*, 1998; Nguyen e Faff, 2002 e 2003; Shiu, 2007) e os pagamentos de dividendos (Berkman e Bradbury, 1996; Mian, 1996; Colquitt e Hoyt, 1997; Nguyen e Faff, 2002) ou os lucros de dividendos (Mian, 1996; Nguyen e Faff, 2003).

Apesar de estudados em menor medida, foram, ainda identificados, como factores determinantes da utilização de instrumentos derivados, o rácio *market to book value* do capital (Nguyen e Faff, 2002 e 2003), a percentagem de acções detidas pelos órgãos de gestão (Berkman e Bradbury, 1996; Adedeji e Baker, 2002; Nguyen e Faff, 2002), o número de directores independentes existentes no Conselho de Administração (Borokhovich, *et al.*, 2004), a exposição ao risco de taxa de juro, a concentração de negócio, a forma organizacional (Shiu, 2007), o nível de exportações (Goldberg, *et al.*, 1998), as despesas com actividades de Investigação & Desenvolvimento (Goldberg, *et al.*, 1998; Kim, *et al.*, 2008), o afastamento entre a maturidade de activos e passivos (Colquitt e Hoyt, 1997), o maior património, o nível de risco existente, a rentabilidade de curto prazo (Ayala Calvo, *et al.*, 2005), a existência de *stock options*, ou de vários tipos de acções no capital da sociedade, a existência de maiores créditos de imposto, a localização em países com maior risco económico e financeiro e com mercados de derivados mais amplos (Bartram, *et al.*, 2009),

o rácio de dívidas indexadas a taxas variáveis, o retorno anual, os benefícios fiscais futuros e o tipo de indústria (Carneiro e Sherris, 2008) e, associado ao volume de contratação de derivados de crédito, o tamanho da carteira de empréstimos comerciais e industriais (Ashraf, *et al.*, 2007).

No quadro AI.4, do Apêndice I, apresenta-se um resumo dos estudos citados, com indicação, em maior detalhe, das principais conclusões.

### **3.4.2. Estudos sobre factores determinantes da divulgação de informação sobre instrumentos derivados**

No que concerne aos estudos sobre os factores determinantes da divulgação de informação, à excepção de Aggarwal e Simkins (2004), que utilizam uma escala de *Likert*, para medir a qualidade da informação divulgada, os restantes estudos utilizam um índice de divulgação para medir, o nível (Peters, *et al.*, 2001; Lopes e Rodrigues, 2007; Lemos, *et al.*, 2009), a qualidade (Chalmers e Godfrey, 2004; Hassan, *et al.*, 2009) ou a transparência da informação divulgada (Hassan, *et al.*, 2006/2007; Mir Fernández, *et al.*, 2006).

Relativamente ao âmbito geográfico, todos os estudos se centram na análise da divulgação apresentada por empresas situadas num único país, como Austrália (Chalmers e Godfrey, 2004; Hassan, *et al.*, 2006/2007), Estados Unidos da América (EUA) (Aggarwal e Simkins, 2004; Peters, *et al.*, 2001), Malásia (Hassan, *et al.*, 2009), Espanha (Mir Fernández, *et al.*, 2006) e Portugal (Lopes e Rodrigues, 2007; Lemos, *et al.*, 2009) e, com a excepção dos estudos elaborados nos EUA, que analisam a informação divulgada por grandes empresas, todos os restantes se centram nas empresas cotadas em bolsa.

No que concerne aos determinantes da divulgação de informação sobre instrumentos derivados, o tamanho da empresa é aquele que aparece com maior frequência como factor determinante (Chalmers e Godfrey, 2004; Hassan, *et al.*, 2006/2007; Peters, *et al.*, 2001; Hassan, *et al.*, 2009; Mir Fernández, *et al.*, 2006; Lopes e Rodrigues, 2007; Lemos, *et al.*, 2009), seguido do nível de endividamento (Hassan, *et al.*, 2006/2007; Hassan, *et al.*, 2009; Mir Fernández, *et al.*, 2006) e do sector de actividade onde se insere a empresa (Chalmers e Godfrey, 2004; Peters, *et al.*, 2001; Lopes e Rodrigues, 2007), e, com a mesma frequência, o facto de a empresa ter efectuado um aumento de capital recente (Chalmers e Godfrey, 2004; Peters, *et al.*, 2001), o facto de a empresa desenvolver actividades de investigação e desenvolvimento (Hassan, *et al.*, 2006/2007; Aggarwal e Simkins, 2004) e o rácio *market to book value* das acções (Hassan, *et al.*, 2006/2007; Aggarwal e Simkins, 2004).

Existem, contudo, outras variáveis que, apesar de terem sido estudadas em menor medida, explicam a divulgação que as empresas fazem sobre instrumentos derivados:

- a adopção de algumas medidas de governo corporativo, como a percentagem de directores internos (Aggarwal e Simkins, 2004) e a criação de comités de gestão de risco (Hassan, *et al.*, 2009);
- a notoriedade da empresa, como o facto de pertencer às três maiores empresas do sector (Aggarwal e Simkins, 2004), ter sido alvo de notícias publicadas na comunicação social, ou pertencer a determinada associação empresarial (Chalmers e Godfrey, 2004);
- algumas medidas de performance, como o Rendimento, o *Price Earnings Ratio* (Hassan, *et al.*, 2006/2007), ou os resultados por acção (Aggarwal e Simkins, 2004);
- as próprias características dos instrumentos transaccionados ou dos mercados onde são transaccionados (Peters, *et al.*, 2001);
- a percentagem de capital (Peters, *et al.*, 2001) ou de *stock options* (Aggarwal e Simkins, 2004) detidas pelos órgãos de administração; e
- o tipo de auditor externo (Lopes e Rodrigues, 2007).

Apresenta-se, no quadro AI.5, do Apêndice I, um resumo dos estudos que se preocupam em analisar os factores determinantes da divulgação sobre instrumentos derivados e no quadro 1.2 (a seguir) um resumo das variáveis estudadas pelos diferentes autores citados e os resultados de associação com a divulgação obtidos.

**Quadro 1.2 - Síntese dos resultados obtidos nos estudos sobre factores determinantes da divulgação de informação sobre instrumentos derivados**

Peters, <i>et al.</i> (2001)		Chalmers e Godfrey (2004)	Aggarwal e Simkins (2004)	Mir Fernández, <i>et al.</i> (2006)	Hassan, <i>et al.</i> (2006/2007)	Lopes e Rodrigues (2007)	Hassan, <i>et al.</i> (2009)	Lemos, <i>et al.</i> (2009)
Variáveis Independentes	Variável Dependente	Índice de Divulgação	Índice de divulgação	Escala de <i>Likert</i>	Índice de Divulgação	Índice de Divulgação	Índice de Divulgação	Índice de Divulgação
Tamanho		0	1	0	1	1	1	1
Tipo de actividade/ sector de actividade			1	0		0		0
Tipo de auditor			0			0		0
Cotação em mercados internacionais							1	
Nível de internacionalização (total das exportações/total das vendas)							0	
Concentração de Capital			0				0	0
Endividamento			0	0	1	1	0	0
Aumento de capital		1	1		0			0
Resultado de Exploração					0			
Risco de câmbio experimentado				0	0			
PER invertido (1/Price earnings ratio)					0			
Rentabilidade					0	1		0
Investigação & Desenvolvimento				1		0		0
Valor de mercado/valor contabilístico dos activos tangíveis						-1		
Price earnings ratio (PER)							0	
Notícias divulgadas sobre a sociedade na comunicação social			1					
Nível de utilização de derivados de câmbio				0				
Indicador de liderança (se a empresa é líder no sector)				-1				
Valor de mercado/valor contabilístico do capital				1				
Aumento dos resultados por acção				1				
Directores Independentes							0	0
Directores Internos				1				

Variáveis Independentes	Variável Dependente	Peters, <i>et al.</i> (2001)	Chalmers e Godfrey (2004)	Aggarwal e Simkins (2004)	Mir Fernández, <i>et al.</i> (2006)	Hassan, <i>et al.</i> (2006/2007)	Lopes e Rodrigues (2007)	Hassan, <i>et al.</i> (2009)	Lemos, <i>et al.</i> (2009)
		Índice de Divulgação	Índice de divulgação	Escala de Likert	Índice de Divulgação	Índice de Divulgação	Índice de Divulgação	Índice de Divulgação	Índice de Divulgação
Percentagem de capital detido por instituições				0					
Remunerações dos órgãos de administração				0					
<i>Stock options</i> detidas pelos administradores				-1					0
Indicador de competitividade				0					
Valor de mercado/total de activo							0		
Membro de determinada associação de empresas			1						
Grau de cumprimento com as recomendações da CMVM sobre governo corporativo							0		
Percentagem de capital detida pelos órgãos de administração		-1		0					0
Especialização do auditor		-1							
Existência de um comité de auditoria independente		-1							
Concentração industrial		0							
Derivados sobre matérias-primas		-1							
Volume de mercado		1							
Existência de grandes comerciantes no mercado		-1							
Percentagem de especuladores no mercado		-1							
Contratação de derivados com liquidação financeira		1							
Existência de comités de gestão de risco								1	
Resultados antes de impostos								0	
Período posterior à obrigatoriedade de adopção de determinada norma								1	

**Legenda:** O valor 1 indica uma associação positiva entre a variável dependente e a variável independente, o valor -1 indica uma associação negativa entre a variável independente e a variável dependente e o valor 0 indica ausência de associação entre as duas variáveis.

## Conclusão

---

A evolução verificada, ao longo das últimas décadas, nos mercados de derivados e no desenvolvimento de instrumentos cada vez mais complexos, tem suscitado uma série de preocupações, quer por parte dos agentes, quer por parte dos principais organismos responsáveis pela regulamentação dos mercados. A crescente utilização destes instrumentos, acompanhada de uma crescente evolução de engenharia financeira na criação de instrumentos cada vez mais complexos e de difícil mensuração levou a uma difícil percepção dos mesmos e dos riscos a eles associados, acompanhada de falta de informação relevante ou de divulgações, também elas, difíceis de interpretar.

As empresas que operam nos mercados de derivados vêm-se, então, pressionadas pelos diferentes *stakeholders* a divulgar informação suficiente e fiável acerca das operações efectuadas naqueles mercados. Contudo, precisam ponderar uma série de custos e benefícios, associados ao próprio processo de divulgação de informação. As diversas teorias que procuram explicar os motivos que levam as empresas a aumentar o nível de divulgação, apresentam como benefícios, a redução dos custos de capital (Teoria de Sinalização), a redução dos custos de agência (Teoria da Agência) e o reconhecimento das actividades da empresa como estando enquadradas dentro do que é considerado socialmente aceitável, garantindo a sua legitimidade e sobrevivência (Teoria de Legitimidade). Contudo, segundo a Teoria de *Proprietary Costs*, as entidades terão também motivos para a não divulgação, resultantes do receio de utilização indevida, por outras entidades, da informação divulgada. Finalmente, segundo a Teoria Institucional, em resultado de um processo de isomorfismo com o meio onde se inserem, as empresas procuram garantir a sua legitimidade, assemelhando as suas práticas de divulgação às práticas de divulgação adoptadas por outras entidades, consideradas legítimas.

Por seu lado, os organismos de normalização contabilística vêm-se pressionados a definir regras de reconhecimento, mensuração e divulgação adequadas e que permitam uma maior transparência das operações levadas a cabo no mercado de instrumentos financeiros, e, em particular, de instrumentos derivados. Verifica-se uma evolução significativa no processo de emissão de normas contabilísticas, que procura acompanhar a evolução dos mercados e responder às exigências dos diferentes interessados. Este processo encontra-se, ainda, em fase de evolução, tendo-se emitido recentemente, novas normas e projectos de normas que alteram o tratamento de instrumentos derivados, na tentativa de responder às críticas, apontadas na sequência da recente crise financeira internacional, às normas existentes. Os



organismos de normalização contabilística, como o FASB e o IASB, encontram-se, neste momento, a trabalhar num processo de simplificação do tratamento contabilístico de instrumentos financeiros e de operações de cobertura de risco que irão alterar significativamente o actual tratamento em vigor e terão, com certeza, impacto no normativo nacional.

A percepção do tipo de operações levadas a cabo no mercado de derivados e da informação revelada pelas empresas que neles operam, suscitou também o interesse dos académicos e investigadores que se preocuparam em analisar as práticas adoptadas por diversas entidades, em diferentes âmbitos geográficos, de forma a estabelecer um cenário que permitisse perceber o tipo, nível e determinantes de informação divulgada sobre operações com instrumentos derivados e outros instrumentos financeiros. Na generalidade, os estudos efectuados concluem que as entidades estudadas não divulgam, ainda, toda a informação relevante e exigida pelas diversas normas, sobre as operações com instrumentos derivados. Quanto às características empresariais associadas ao nível de divulgação, conclui-se que o tamanho da empresa, o nível de endividamento e o facto de ter efectuado aumentos de capital recentes, são alguns dos principais factores determinantes de divulgação de informação sobre instrumentos derivados.



**CAPÍTULO II – ESTUDO DA INFORMAÇÃO DIVULGADA PELAS  
EMPRESAS COTADAS EM BOLSA**



## Introdução

---

Sendo o principal objectivo deste trabalho, o estudo das práticas de divulgação de informação, sobre operações com instrumentos derivados, adoptadas pelas empresas portuguesas, apresentamos, neste segundo capítulo, o estudo da informação divulgada pelas empresas portuguesas cotadas na *Euronext Lisbon*.

Uma vez que, conforme referimos no capítulo anterior, o normativo contabilístico, sobre instrumentos derivados, tem vindo a sofrer diversas alterações ao longo do tempo, decidimos investigar se as alterações que foram, sucessivamente, introduzidas em Portugal, tiveram influência na informação divulgada pelas empresas estudadas. Nesse sentido, decidimos analisar a informação divulgada pelas empresas cotadas na bolsa de valores portuguesa, no período compreendido entre 1 de Janeiro de 2003 e 31 de Dezembro de 2009, de forma a abarcar um período anterior à adopção obrigatória de todo o normativo do IASB e o período posterior à adopção do normativo do IASB e da NIRF 7, do mesmo organismo.

Por outro lado, pretende-se, também, averiguar quais os factores determinantes do nível de divulgação de informação sobre instrumentos derivados nas empresas referidas, ao longo daquele período. Assim, este estudo encontra-se dividido em duas fases, conforme se segue:

- numa primeira fase de investigação, estuda-se o nível de divulgação de informação e sua evolução ao longo do período de 2003 a 2009; e
- numa segunda fase de investigação, analisam-se os factores determinantes do nível de divulgação de informação sobre instrumentos derivados, ao longo do período de 2003 a 2009, com recurso à análise de dados em painel.

Para o efeito, este capítulo encontra-se estruturado da seguinte forma: após esta introdução, apresentam-se, no ponto 1, os principais objectivos do estudo e definem-se as hipóteses de investigação para cada uma das fases de investigação definidas. No ponto 2 descrevemos a metodologia de investigação adoptada na selecção da amostra e tratamento dos dados. Posteriormente, apresentamos, no ponto 3, os resultados obtidos na primeira fase de investigação, relativa ao estudo da evolução na informação divulgada sobre instrumentos derivados. De seguida, no ponto 4, são apresentados os resultados da segunda fase de investigação, relativa à identificação dos factores determinantes da divulgação de

informação sobre instrumentos derivados. Finalmente, apresentam-se as principais conclusões do estudo efectuado.

## **1. Objectivos e hipóteses de investigação**

---

### **1.1. Objectivos do estudo**

A divulgação de informação sobre operações com instrumentos derivados tem sido alvo de intenso debate a nível internacional e os organismos reguladores já demonstraram preocupação com a definição de requisitos mínimos de divulgação.

A recente crise internacional intensificou a preocupação dos utilizadores das demonstrações financeiras, em especial das entidades financeiras, relativamente aos riscos incorridos com a negociação de instrumentos complexos e de difícil avaliação.

A investigação sobre a forma como as empresas divulgam as operações e os riscos em que incorrem nos mercados de derivados tem vindo a desenvolver-se nos últimos anos, sendo, contudo, ainda incipiente em Portugal.

Face ao exposto, e partindo do pressuposto que a informação sobre instrumentos derivados tem utilidade para os utilizadores das demonstrações financeiras [conforme comprovam os estudos de McAnally (1996), Schrand (1997), Higgs (1998), Wong (2000), Seow e Tam (2002), Elliott-Brownell (2004), Wang, *et al.* (2005), Hassan, *et al.* (2006), Ahmed, *et al.* (2006), Ameer (2009) e Hassan e Mohd-Saleh (2010)], definiram-se, como principais objectivos deste estudo, medir o nível de informação divulgada sobre instrumentos derivados, sua evolução e seus factores determinantes, por parte das empresas cotadas na bolsa de valores portuguesa.

Considerando que o normativo do IASB representa normas de elevada qualidade de relato financeiro, sendo de aplicação obrigatória para algumas empresas sediadas em Portugal, baseamos o nosso estudo na divulgação de informação exigida por este normativo.

Para o efeito, definiram-se os seguintes objectivos a atingir:

- 1.1. efectuar uma análise descritiva da informação divulgada pelas empresas, identificando o tipo e o nível de informação divulgada;
- 1.2. verificar se existiu alguma evolução na informação divulgada ao longo do período analisado;
- 1.3. analisar a evolução no nível de informação divulgada por sectores de actividade;
- 1.4. analisar a evolução em cada tipo de informação divulgada;

- 1.5. verificar o impacto da adopção do normativo do IASB, em 2005, no nível de informação divulgada;
- 1.6. analisar o impacto da adopção da NIRF 7, em 2007, no nível de informação divulgada; e
- 1.7. identificar os factores determinantes do nível de divulgação nas empresas portuguesas cotadas em bolsa, durante o período 2003 a 2009.

Para atingir os objectivos definidos, este estudo divide-se em duas fases de investigação, conforme se descreve de seguida:

- na primeira fase de investigação, efectua-se uma análise da evolução no nível de divulgação de informação, ao longo do período de 2003 a 2009;
- na segunda fase de investigação, identificam-se os factores determinantes do nível de divulgação de informação.

## **1.2. Hipóteses de investigação**

Tendo em consideração os objectivos definidos anteriormente, os postulados das Teorias de Sinalização, da Agência, de *Proprietary Costs*, de Legitimidade e Institucional e os resultados obtidos nos estudos descritos no capítulo I, formularam-se as hipóteses de investigação que se apresentam nos pontos seguintes.

### **1.2.1. Primeira fase de investigação - Estudo da evolução no nível de divulgação de informação**

Durante o período de 2003 a 2005, verificou-se uma evolução significativa no normativo contabilístico aplicável às empresas cotadas em bolsa, em particular, no que concerne aos instrumentos derivados. Passa-se de um modelo misto, em 2003 e 2004, de adopção de uma norma nacional, para contratos de futuros, e do normativo internacional, para os restantes instrumentos, para a adopção exclusiva do normativo internacional para todos os contratos derivados, a partir de 2005.

Tendo em consideração esta evolução no normativo aplicável e o eventual aumento na contratação deste tipo de instrumentos, fruto de um aumento na experiência adquirida pelas empresas na sua negociação, é expectável que os níveis de divulgação de informação sobre operações com instrumentos derivados aumentem durante o período de 2003 a 2009.



Hausin, *et al.* (2008) salientam que a implementação de uma norma de contabilidade pode ser entendida como um processo de aprendizagem, esperando-se que o nível de divulgação de informação venha a aumentar ao longo dos anos (assim como a qualidade da informação apresentada).

Por outro lado, tendo em consideração os conceitos base da Teoria Institucional, espera-se que as empresas não divulgadoras se sintam pressionadas a seguir o exemplo das empresas divulgadoras e que se observe um aumento gradual de isomorfismo, no que concerne à divulgação de informação sobre instrumentos derivados, verificando-se um aumento no número de empresas divulgadoras durante o período de análise.

Para além disso, tendo em consideração os riscos associados aos instrumentos derivados, de acordo com os postulados nas Teorias de Sinalização e de Legitimidade, é provável que as empresas se preocupem em informar os utilizadores das suas demonstrações financeiras sobre as condições em que contratam instrumentos derivados, os riscos em que incorrem com essa contratação e o tratamento contabilístico adoptado, como uma forma de evitar que essas operações sejam mal interpretadas pelo mercado.

Assim definem-se as duas primeiras hipóteses de investigação nos seguintes termos<sup>60</sup>:

**HA1:** O número de empresas que divulga algum tipo de informação sobre operações com instrumentos derivados aumenta ao longo do período de 2003 a 2009;

**HA2:** O nível de informação divulgada sobre instrumentos derivados aumenta ao longo do período de 2003 a 2009.

Todavia, tendo em consideração a entrada em vigor do normativo do IASB, em 2005, espera-se que o aumento no nível de divulgação seja mais significativo nesse exercício económico.

Posteriormente, a adopção da NIRF 7, em 2007, veio exigir maior detalhe na divulgação de informação sobre instrumentos financeiros, sendo, por isso, também, expectável que se verifique um aumento estatisticamente mais significativo a partir desse exercício.

As empresas sentir-se-ão pressionadas a cumprir com as exigências contidas no normativo contabilístico aplicável como uma forma de garantir a sua legitimidade. “O não cumprimento com o normativo ameaça a sua legitimidade e as ameaças poderão ser legais,

---

<sup>60</sup> Identificamos as hipóteses formuladas nesta fase de investigação com a letra A, de forma a distingui-las das hipóteses de investigação formuladas na segunda fase de investigação, as quais serão identificadas com a letra B.

económicas ou outras sanções sociais” (Chalmers e Godfrey, 2004). Deste modo, espera-se que as empresas aumentem o nível de divulgação após a entrada em vigor das referidas normas, em resultado de um isomorfismo coercivo.

Assim, a hipótese 2 pode ser desdobrada em duas novas hipóteses de investigação, nos seguintes termos:

**HA2.a):** O nível de informação divulgada sobre instrumentos derivados aumenta ao longo do período de 2003 a 2009, com valores estatisticamente mais significativos em 2005;

**HA2.b):** O nível de informação divulgada sobre instrumentos derivados aumenta ao longo do período de 2003 a 2009, com valores estatisticamente mais significativos em 2007.

Por outro lado, tendo em consideração que a NIRF 7 vem exigir um aumento na quantidade e qualidade de informação divulgada sobre os riscos incorridos, por parte das empresas que utilizam instrumentos financeiros, espera-se que o nível de divulgação de informação sobre riscos seja crescente ao longo do período considerado, com um aumento mais significativo em 2007. Define-se, então, uma terceira hipótese de investigação, nos seguintes termos:

**HA3:** O nível de informação divulgada sobre riscos aumenta ao longo do período de 2003 a 2009, com valores estatisticamente mais significativos em 2007.

Contudo, os gestores das empresas enfrentam a ameaça de divulgarem informação que possa ser utilizada de forma prejudicial pelas empresas suas competidoras e, por isso, tendo em consideração a Teoria de *Proprietary Costs*, é expectável que o nível de divulgação não atinja o valor máximo esperado.

### **1.2.2. Segunda fase de investigação - Estudo dos determinantes do nível de divulgação de informação sobre instrumentos derivados**

Na análise dos factores determinantes, formulou-se um conjunto de hipóteses de investigação que relacionam o nível de divulgação de informação com determinadas variáveis que caracterizam as empresas da amostra e que se passam a apresentar de seguida.

a) **Tamanho**

A existência de uma associação entre a divulgação de informação e o tamanho da empresa tem vindo a ser comprovada por vários estudos empíricos (Watts e Zimmerman, 1978).

As grandes empresas tendem a incorrer em menores custos de processamento da informação e em maiores custos políticos que as incentivam a divulgar mais informação (Hassan, *et al.*, 2009). Por outro lado, as maiores empresas estão sujeitas a um maior escrutínio, o que as leva a aumentar o grau de cumprimento com as exigências de divulgação, em resposta às pressões institucionais e na tentativa de evitar ameaças à sua legitimidade.

Tem vindo a ser comprovada, por vários autores, a existência de uma associação entre a utilização de instrumentos derivados e o tamanho da empresa (Berkman e Bradbury, 1996; Mian, 1996; Colquitt e Hoyt, 1997; Goldberg, *et al.*, 1998; Adedjei e Baker, 2002; Nguyen e Faff, 2002 e 2003; Berkman, *et al.*, 2002; Shiu, 2007; Ashraf, *et al.*, 2007; Kim, *et al.*, 2008; Carneiro e Sherris, 2008 e Bartram, *et al.*, 2009), assim como entre o nível de divulgação de informação sobre instrumentos derivados e o tamanho da empresa (Chalmers e Godfrey, 2004; Mir Fernández, *et al.*, 2006; Hassan, *et al.*, 2006/2007; Lopes e Rodrigues, 2007; Lemos, *et al.*, 2009 e Hassan, *et al.*, 2009).

Definiu-se, então, a hipótese B1, nos seguintes termos:

**HB1:** O nível de informação divulgada sobre instrumentos derivados, por parte das empresas cotadas em bolsa, é maior nas empresas de maior tamanho.

b) **Concentração de capital**

A estrutura de propriedade influencia o nível de informação divulgada, uma vez que, quanto maior for a concentração de capital, menor será a probabilidade de divulgação de informação para o exterior. Quando a propriedade se encontra concentrada num menor número de detentores, estes terão maior facilidade no acesso à informação interna, diminuindo, assim, a necessidade de revelação de informação para o exterior (Lopes e Rodrigues, 2007). Por outro lado, tendo em consideração a Teoria de Sinalização, uma maior dispersão do capital origina uma maior necessidade de divulgação para o exterior (Peters, *et al.*, 2001), com o intuito de facilitar o acesso ao mercado e à obtenção de fundos (Mir Fernández, *et al.*, 2006).

De facto, de acordo com a Teoria da Agência, a separação entre a propriedade e o controlo da empresa aumenta a probabilidade de conflitos entre as partes e, por isso, gera maiores

custos de monitorização (Fama e Jensen, 1983). Aumentar a divulgação de informação pode funcionar como uma forma de redução destes custos de agência (Donnelly e Mulcahy, 2008). Deste modo, existirão maiores incentivos à divulgação quando a separação entre os detentores de capital e os gestores é maior, ou seja, quando a concentração de capital é menor.

Face ao exposto, define-se a seguinte hipótese de investigação:

**HB2:** O nível de informação divulgada sobre instrumentos derivados, por parte das empresas cotadas em bolsa, é maior nas empresas com menor concentração de capital.

**c) Participação dos órgãos de administração e fiscalização no capital**

O nível de participação dos órgãos de administração e fiscalização no capital pode influenciar o valor do índice de divulgação, uma vez que, quanto maior for a percentagem de acções detidas pelos mesmos, menor será o seu interesse em divulgar informação relacionada com as operações levadas a cabo no mercado de derivados (Smith e Stultz, 1985; Aggarwal e Simkins, 2004).

É expectável que, à medida que aumenta a separação entre os detentores de capital e os órgãos de gestão, o nível de divulgação também aumente, no esforço de minimizar o nível de assimetria de informação (Peters, *et al.*, 2001). Contrariamente, de acordo com a Teoria da Agência, quanto maior for a percentagem de capital detida pelos órgãos de gestão, menor será o nível de divulgação esperado, uma vez que os órgãos de gestão tenderão a estar imunes aos mecanismos de monitorização (Donnelly e Mulcahy, 2008). Peters, *et al.* (2001) obtêm evidência empírica de uma associação negativa entre a percentagem de capital detida pelos órgãos de administração e o índice de divulgação de informação.

Assim, é definida a seguinte hipótese de investigação:

**HB3:** O nível de informação divulgada sobre instrumentos derivados, por parte das empresas cotadas em bolsa, será maior nas empresas cujos órgãos de administração e fiscalização detêm menor percentagem de capital.

**d) Rentabilidade**

De acordo com a Teoria de Sinalização, os gestores das empresas mais rentáveis terão maior interesse em divulgar informação sobre as suas actividades e sobre a situação actual da empresa, como uma forma de envio de sinais ao mercado sobre a qualidade das empresas que gerem. Segundo, Gallery, *et al.* (2008), as empresas mais rentáveis tendem a

utilizar a divulgação externa como uma forma de garantir a sua posição actual e evitar a desvalorização das suas acções.

Por outro lado, estas empresas enfrentam maiores custos se, em resultado da não divulgação de informação sobre as suas operações com instrumentos derivados, a sua legitimidade for posta em causa. Assim, de acordo com a Teoria de Legitimidade, estas empresas estarão mais interessadas em divulgar informação ao exterior sobre as actividades com instrumentos derivados, como uma forma de manutenção da sua reputação.

Hassan, *et al.* (2006/2007) comprovam a existência de uma associação positiva entre a qualidade da informação divulgada sobre instrumentos derivados e a rentabilidade das empresas. Deste modo, tendo em consideração os resultados obtidos por estes autores, a hipótese B4 define-se nos seguintes termos:

**HB4:** o nível de informação divulgada sobre instrumentos derivados, por parte das empresas cotadas em bolsa, será maior nas empresas com maior rentabilidade.

#### **e) Endividamento**

As empresas com níveis de endividamento mais elevados têm tendência a evitar a adopção de métodos contabilísticos que possam reduzir os resultados divulgados ou que possam aumentar a volatilidade dos resultados (Dhaliwal, 1980). Assim, é provável que estas empresas tenham tendência para ocultar as operações levadas a cabo no mercado de derivados, não só devido aos riscos associados a estas operações, mas também devido à “má fama” que estes instrumentos foram adquirindo, como resultado das diversas notícias, divulgadas pelos meios de comunicação social, sobre perdas incorridas em operações com instrumentos derivados.

Todavia, a Teoria da Agência sugere a existência de uma associação elevada entre o nível de endividamento e o nível de divulgação (Jensen e Meckling, 1976), uma vez que, nas empresas fortemente endividadas, existe uma maior pressão, por parte dos credores, para que as empresas forneçam informação mais detalhada sobre a sua actividade.

Por outro lado, de acordo com a Teoria de sinalização, a divulgação de informação reduz as assimetrias existentes entre as empresas e os seus potenciais credores, diminuindo, dessa forma, os custos de financiamento (Sengupta, 1998).

O nível de endividamento é uma das variáveis mais utilizadas nos estudos sobre utilização de instrumentos derivados (Berkman e Bradbury, 1996; Mian, 1996; Colquitt e Hoyt, 1997; Goldberg, *et al.*, 1998; Adedeji e Baker, 2002; Nguyen e Faff, 2002 e 2003; Berkman, *et al.*,

2002; Kim, *et al.*, 2008 e Bartram, *et al.*, 2009) e sobre divulgação de informação sobre instrumentos derivados (Chalmers e Godfrey, 2004; Aggarwal e Simkins, 2004; Mir Fernández, *et al.*, 2006; Lopes e Rodrigues, 2007; Hassan, *et al.*, 2006/2007; Lemos, *et al.*, 2009 e Hassan, *et al.*, 2009). Segundo Mir Fernández, *et al.* (2006), maiores níveis de endividamento incidem positivamente sobre a utilização de instrumentos derivados e, consequentemente, numa maior transparência de informação sobre os mesmos.

Berkman e Bradbury (1996), Colquitt e Hoyt (1997), Goldberg, *et al.* (1998), Adedeji e Baker (2002), Nguyen e Faff (2002 e 2003), Berkman, *et al.* (2002), Kim, *et al.* (2008) e Bartram, *et al.* (2009) obtiveram evidência empírica de uma associação positiva entre o nível de endividamento e a utilização de instrumentos derivados, o que poderá, também, justificar uma associação com o nível de divulgação de informação.

Por outro lado, Mir Fernández, *et al.* (2006), Hassan, *et al.* (2006/2007) e Hassan, *et al.* (2009) obtiveram, também, evidência empírica de uma associação positiva entre o índice de divulgação de informação sobre instrumentos derivados e o nível de endividamento. Deste modo, tendo em conta os resultados obtidos por estes autores, define-se a seguinte hipótese de investigação:

**HB5:** O nível de informação divulgada sobre instrumentos derivados, por parte das empresas cotadas em bolsa, será maior nas empresas com maior nível de endividamento.

#### **f) Directores Independentes**

A percentagem de directores independentes no Conselho de Administração pode influenciar o nível de divulgação de informação. Os directores independentes estão mais preocupados com a manutenção da sua própria reputação e, por isso, tenderão a tomar decisões mais de acordo com os interesses dos utilizadores externos. Os directores internos terão mais tendência para tomar decisões que vão de encontro aos interesses da administração (Aggarwal e Simkins, 2004) e, por isso, os directores independentes terão tendência para reduzir as assimetrias de informação entre administradores e accionistas (Matolcsy e Chow, 2007).

A contratação de directores independentes é também uma forma de monitorar os gestores e, por isso, reduzir os custos de agência, uma vez que os directores independentes representam melhor os interesses dos accionistas (Matolcsy e Chow, 2007; Patelli e Prencipe, 2007), mas também porque o seu próprio valor, enquanto directores

independentes, no mercado do capital humano, depende da performance das empresas a cujos conselhos pertencem (Donnelly e Mulcahy, 2008).

Nas recomendações sobre o Código de Governo das Sociedades, da Comissão de Mercado de Valores Mobiliários (CMVM, 2010), prevê-se que “de entre os administradores não executivos deve contar-se um número de administradores independentes, tendo em conta a dimensão da sociedade e a sua estrutura accionista, que não pode em caso algum ser inferior a um quarto do número total de administradores”.

Borokhovich, *et al.* (2004) obtiveram evidência empírica da associação existente entre a utilização de instrumentos derivados sobre taxas de juro e a percentagem de directores independentes no conselho de administração, concluindo que, quanto maior for esta percentagem, maior será a utilização daqueles instrumentos.

Contudo, Lopes e Rodrigues (2007) e Lemos, *et al.* (2009) não obtiveram qualquer evidência empírica da associação entre a percentagem de directores independentes no Conselho de Administração e o nível de divulgação de informação sobre instrumentos financeiros e sobre instrumentos derivados, respectivamente. Assim, prevê-se que a percentagem de directores independentes no Conselho de Administração influencie o nível de informação divulgada, mas não é possível prever o sinal da associação esperada, definindo-se a hipótese B6 nos seguintes termos:

**HB6:** o nível de informação divulgada sobre instrumentos derivados, por parte das empresas cotadas em bolsa, depende da percentagem de directores independentes no Conselho de Administração.

#### **g) Investigação & Desenvolvimento**

Hassan, *et al.* (2006/2007) obtiveram evidência empírica da associação existente entre o nível de informação divulgada e a variável Investigação & Desenvolvimento (I&D). Assim, à semelhança daqueles autores, inclui-se a variável I&D neste estudo para medir as oportunidades de crescimento da empresa.

Tendo em consideração os pressupostos das Teorias de Legitimidade e de Sinalização, espera-se que as empresas que se dediquem a actividades de I&D estejam mais preocupadas com a manutenção da sua reputação e, por isso, tenham tendência para aumentar o nível de divulgação de informação, quer como uma forma de garantia de legitimidade, quer como uma forma de envio de sinais ao mercado sobre a sua qualidade.

A hipótese B7 define-se da seguinte forma:

**HB7:** O nível de informação divulgada sobre instrumentos derivados, por parte das empresas cotadas em bolsa, é maior nas empresas que divulgam informação sobre I&D.

#### **h) Qualidade do auditor externo**

A qualidade e nível de informação divulgada nos Relatórios & Contas são também influenciados pelo auditor externo. Espera-se, portanto, que o nível de informação divulgada esteja associada à qualidade do auditor.

As empresas de auditoria preocupam-se com a percepção que o mercado tem da sua qualidade e com as consequências que poderão advir do facto de auditarem empresas que não divulgam toda a informação recomendada. Assim, existe maior probabilidade de as empresas de auditoria com maior reputação aconselharem os seus clientes a divulgarem a informação recomendada (Chalmers e Godfrey, 2004). Além disso, espera-se que as empresas de auditoria pertencentes às *Big 4* tenham mais experiência, que lhes permita aumentar o nível de exigência na informação divulgada pelos seus clientes.

Por outro lado, a ameaça de eventuais repercussões, originadas por perdas resultantes de operações levadas a cabo no mercado de derivados, representa mais um incentivo para que as empresas de auditoria com maior reputação no mercado procurem adoptar procedimentos adequados às operações com aqueles instrumentos e que persuadam os seus clientes a divulgar informação relacionada com tais operações (Chalmers e Godfrey, 2004).

Lopes e Rodrigues (2007) obtiveram evidência empírica de existência de uma associação positiva entre o nível de divulgação de informação sobre instrumentos derivados e o facto de o auditor externo pertencer a uma *Big 4*.

Saliente-se, contudo, que, tal como defendem Peters, *et al.* (2001), a qualidade do auditor pode estar negativamente associada ao nível de divulgação, uma vez que as empresas podem legitimar-se, compensando a divulgação de informação reduzida através da qualidade do auditor. De acordo com a Teoria da Agência, os gestores têm incentivos para contratar auditores de qualidade, de forma a credibilizar as suas divulgações e evitar os custos de não divulgação (Peters, *et al.*, 2001). Estes autores obtiveram evidência empírica de uma associação negativa entre o nível de divulgação de informação voluntária, sobre derivados sobre mercadorias, e o nível de especialização do auditor.

Assim, face aos resultados obtidos pelos autores citados, prevê-se que o nível de divulgação de informação sobre instrumentos derivados esteja dependente do tipo de auditor externo,



mas não é possível prever o sinal da associação existente. Deste modo, define-se a hipótese B8 nos seguintes termos:

**HB8:** O nível de informação divulgada sobre instrumentos derivados, por parte das empresas cotadas em bolsa, depende da qualidade do auditor externo. Assim, espera-se que o nível de divulgação nas empresas auditadas por uma empresa de auditoria pertencente às *Big 4* seja diferente do nível de divulgação nas empresas auditadas por uma empresa de auditoria não pertencente às *Big 4*.

#### **i) Aumento de Capital**

Os gestores estarão mais incentivados a aumentar o nível de divulgação de informação quando prevêm que a informação divulgada terá um impacto positivo no valor de emissão de um futuro aumento de capital. De facto, na opinião de Chalmers e Godfrey (2004), uma empresa que não divulgue informação relacionada com instrumentos derivados poderá ser penalizada, quando pretender obter fundos através de um aumento de capital. Por outro lado, os investidores estarão em melhores condições de determinar, de forma fiável, os preços de emissão dos títulos, avaliando a sua capacidade de crescimento e comportamento no mercado, se a informação divulgada for mais transparente (Mir Fernández, *et al.*, 2006).

De acordo com a Teoria de Sinalização, aumentando o nível de divulgação de informação, as empresas promovem a diminuição das assimetrias de informação entre a empresa e os seus accionistas e entre potenciais compradores e vendedores das suas acções, reduzindo os custos de capital (Leuz e Verrecchia, 2000).

A hipótese B9 define-se da seguinte forma:

**HB9:** O nível de informação divulgada sobre instrumentos derivados, por parte das empresas cotadas em bolsa, é maior nas empresas que emitiram novas acções no ano corrente.

#### **j) Existência de sistemas de incentivos baseados em acções**

Segundo Bartram, *et al.* (2009), a existência de *stock options* influencia a tomada de decisão dos gestores, que se encontrarão menos avessos ao risco e, portanto, terão menos tendência para optar pela contratação de instrumentos derivados para cobertura de risco. Nesse sentido, a existência de sistemas de incentivos baseados em acções poderá influenciar a divulgação de informação relacionada com as operações realizadas no mercado de derivados.

Aggarwal e Simkins (2004) concluíram pela existência de uma associação negativa entre as duas variáveis, indicando que, quanto maior for o valor das *stock options* detidas pelos órgãos de administração e fiscalização, menor será a qualidade da informação divulgada. De acordo com a Teoria da Agência, os órgãos de gestão que detêm *stock options* estarão mais motivados a actuar no seu próprio interesse e, segundo aqueles autores, encontrar-se-ão menos incentivados a divulgar operações levadas a cabo no mercado de derivados, devido aos riscos associados a estas operações.

A hipótese B10 define-se nos seguintes termos:

**HB10:** O nível de informação divulgada sobre instrumentos derivados, por parte das empresas cotadas em bolsa, é maior nas empresas que não possuem sistemas de incentivos baseados em acções.

#### **k) Sector económico**

Pelo facto de transaccionarem instrumentos derivados, não só em nome próprio, mas também em nome dos seus clientes, espera-se que as empresas financeiras apresentem maiores níveis de divulgação de informação sobre operações com instrumentos derivados.

Por outro lado, estas empresas enfrentam maiores ameaças à sua reputação, devido ao papel que desempenharam na recente crise financeira internacional. Nesse sentido, de acordo com a Teoria de Legitimidade, esperamos que estas empresas estejam mais motivadas a aumentar o nível de divulgação de informação, sobre as operações levadas a cabo no mercado de derivados, como uma forma de garantir a sua sobrevivência.

À semelhança de Lopes e Rodrigues (2007), que concluem que as empresas financeiras divulgam mais informação que as empresas não financeiras, definimos a hipótese B11 nos seguintes termos:

**HB11:** O nível de informação divulgada sobre instrumentos derivados, por parte das empresas cotadas em bolsa, é maior nas empresas financeiras.

#### **l) Rácio *market/book value***

Espera-se que o nível de informação divulgada tenha influência sobre o valor de mercado das partes de capital. Conforme referimos anteriormente, de acordo com a Teoria de Sinalização, a existência de assimetrias de informação entre os gestores das empresas e os potenciais investidores, poderão originar maiores custos de capital. Deste modo, as empresas estarão motivadas em diminuir aquelas assimetrias, aumentando a quantidade e

qualidade da informação divulgada. Assim, é expectável que o nível de divulgação seja mais elevado nas empresas cujos títulos de capital apresentam maiores valores de mercado.

Aggarwall e Simkins (2004) e Hassan, *et al.* (2006/2007) obtêm evidência empírica da existência de uma associação positiva entre a qualidade da informação divulgada sobre instrumentos derivados e o rácio *market/book value*. Assim, define-se a hipótese B12 nos seguintes termos:

**HB12:** O nível de informação divulgada sobre instrumentos derivados, por parte das empresas cotadas em bolsa, é maior nas empresas que apresentam rácios *market/book value* mais elevados

#### **m) Notoriedade da empresa**

De acordo com a Teoria de Sinalização, os gestores das empresas com maiores níveis de qualidade estarão interessados em diferenciar-se dos gestores das empresas com menores níveis de qualidade, através do aumento da divulgação de informação como uma forma de revelar essa qualidade ao mercado (Darus e Taylor, 2009). Num ambiente regulado, onde existe uma norma específica que define a forma como as empresas deverão fornecer informação em determinadas operações, espera-se que as expectativas do mercado, em relação ao nível de divulgação, sejam crescentes e, conseqüentemente, as empresas terão tendência a aumentar os seus níveis de divulgação como forma de sinalização (Darus e Taylor, 2009).

Por outro lado, a maior visibilidade de algumas empresas cria, nessas empresas, uma maior necessidade de responderem e cumprirem com as exigências institucionais e comunitárias, no que concerne à divulgação de informação sobre derivados, do que nas empresas menos publicitadas e escrutinadas (Chalmers e Godfrey, 2004), como forma de garantia de legitimidade.

Assim, utiliza-se a integração no índice das 20 maiores empresas da *Euronext Lisbon* (PSI 20), à data de 31 de Dezembro, como indicador de notoriedade das empresas, e define-se a seguinte hipótese de investigação:

**HB13:** O nível de informação divulgada sobre instrumentos derivados, por parte das empresas cotadas em bolsa, é maior nas empresas com maior notoriedade.

#### **n) Exercício económico**

Conforme já referido anteriormente, espera-se, de acordo com a Teoria Institucional, que a adopção do normativo do IASB, a partir de 2005, e da NIRF 7, a partir de 2007,

influenciem o nível de divulgação de informação sobre instrumentos derivados, em resultado de um isomorfismo coercivo. Assim, definem-se as hipóteses de investigação B14.a) e B14.b), nos seguintes termos:

**HB14.a):** O nível de informação divulgada sobre instrumentos derivados, por parte das empresas cotadas em bolsa, é maior nos exercícios económicos posteriores a 31 de Dezembro de 2004;

**HB14.b):** O nível de informação divulgada sobre instrumentos derivados, por parte das empresas cotadas em bolsa, é maior nos exercícios económicos posteriores a 31 de Dezembro de 2006.

Apresenta-se, no quadro seguinte, um resumo das hipóteses formuladas.

Quadro 2.1– Resumo das hipóteses formuladas

HIPÓTESES FORMULADAS	
1ª FASE DE INVESTIGAÇÃO – ESTUDO DA EVOLUÇÃO NO NÍVEL DE DIVULGAÇÃO	
HIPÓTESE A1	O número de empresas que divulga algum tipo de informação sobre operações com instrumentos derivados aumenta ao longo do período de 2003 a 2009
HIPÓTESE A2	O nível de informação divulgada sobre instrumentos derivados aumenta ao longo do período de 2003 a 2009.
HIPÓTESE A2 a)	O nível de informação divulgada sobre instrumentos derivados aumenta ao longo do período de 2003 a 2009, com valores estatisticamente mais significativos em 2005.
HIPÓTESE A2 b)	O nível de informação divulgada sobre instrumentos derivados aumenta ao longo do período de 2003 a 2009, com valores estatisticamente mais significativos em 2007.
HIPÓTESE A3	O nível de informação divulgada sobre risco aumenta ao longo do período de 2003 a 2008, com valores estatisticamente mais significativos em 2007.
2ª FASE DE INVESTIGAÇÃO – ESTUDO DOS DETERMINANTES DO NÍVEL DE DIVULGAÇÃO	
HIPÓTESE B1	O nível de informação divulgada sobre instrumentos derivados, por parte das empresas cotadas em bolsa, é maior nas empresas de maior tamanho.
HIPÓTESE B2	O nível de informação divulgada sobre instrumentos derivados, por parte das empresas cotadas em bolsa, é maior nas empresas com menor concentração de capital.
HIPÓTESE B3	O nível de informação divulgada sobre instrumentos derivados, por parte das empresas cotadas em bolsa, será maior nas empresas cujos órgãos de administração e fiscalização detêm menor percentagem de capital.
HIPÓTESE B4	O nível de informação divulgada sobre instrumentos derivados, por parte das empresas cotadas em bolsa, será maior nas empresas com maior rentabilidade.
HIPÓTESE B5	O nível de informação divulgada sobre instrumentos derivados, por parte das empresas cotadas em bolsa, será maior nas empresas com maior nível de endividamento
HIPÓTESE B6	O nível de informação divulgada sobre instrumentos derivados, por parte das empresas cotadas em bolsa, depende da percentagem de directores independentes no Conselho de Administração
HIPÓTESE B7	O nível de informação divulgada sobre instrumentos derivados, por parte das empresas cotadas em bolsa, é maior nas empresas que divulgam informação sobre I&D do que nas empresas que não divulgam informação sobre I&D.
HIPÓTESE B8	O nível de informação divulgada sobre instrumentos derivados, nas empresas auditadas por uma empresa de auditoria pertencente às Big 4 é diferente do nível de divulgação das empresas auditadas por empresas de auditoria não pertencentes às Big 4.
HIPÓTESE B9	O nível de informação divulgada sobre instrumentos derivados, por parte das empresas cotadas em bolsa, é maior nas empresas que emitiram novas acções no ano corrente do que nas empresas que não emitiram novas acções no ano corrente.
HIPÓTESE B10	O nível de informação divulgada sobre instrumentos derivados, por parte das empresas cotadas em bolsa, é maior nas empresas que não possuem sistemas de incentivos baseados em acções.
HIPÓTESE B11	O nível de informação divulgada sobre instrumentos derivados, por parte das empresas cotadas em bolsa, é maior nas empresas financeiras.
HIPÓTESE B12	O nível de informação divulgada sobre instrumentos derivados, por parte das empresas cotadas em bolsa, é maior nas empresas com maiores rácios de <i>market/book value</i> .
HIPÓTESE B13	O nível de informação divulgada sobre instrumentos derivados, por parte das empresas cotadas em bolsa, é maior nas empresas com maior notoriedade.
HIPÓTESE B14a)	O nível de informação divulgada sobre instrumentos derivados, por parte das empresas cotadas em bolsa, é maior nos exercícios económicos posteriores a 2004.
HIPÓTESE B14b)	O nível de informação divulgada sobre instrumentos derivados, por parte das empresas cotadas em bolsa, é maior nos exercícios económicos posteriores a 2006.

## **2. Metodologia de investigação e selecção da amostra**

---

### **2.1. Metodologia de investigação**

Para realizar a nossa investigação recorreremos ao paradigma positivista que “procura explicar e prever o que acontece no mundo social através da procura de regularidades e relações causais entre os elementos que o constituem” (Burrell e Morgan, 1979, *in* Krauss, 2005). O objecto de estudo é independente do investigador e o conhecimento é descoberto e verificado com recurso a observações directas ou mecanismos de medida dos fenómenos (Krauss, 2005: 761). O investigador é um observador passivo que procura compreender o fenómeno em estudo para o explicar e o prever (Vieira, 2009).

Este paradigma ressalta a importância da comprovação científica, utilizando-se uma lógica dedutiva para definir teorias, que podem ser testadas através da realização de estudos empíricos. Os resultados destes estudos permitem-nos concluir se as teorias precisam ser revistas para preverem melhor a realidade (Krauss, 2005). De acordo com Borba, *et al.* (2009), envolve a formulação de hipóteses de pesquisa, a utilização de uma referência teórica de enquadramento das hipóteses, o teste empírico das referidas hipóteses e, finalmente, a aceitação ou refutação de determinada explicação do fenómeno observado.

Este paradigma começou a ser utilizado na investigação em contabilidade no final da década de sessenta, do século passado, com os estudos de Ball e Brown (1968) e Beaver (1968), que introduziram, na investigação em contabilidade financeira, os métodos empíricos utilizados nas finanças (Watts e Zimmerman, 1990; Chambers, 1993). Watts e Zimmerman (1990) afirmam que o paradigma positivista se diferencia do paradigma normativo (adoptado pelos investigadores em contabilidade até meados da década de 1960) pela ênfase em explicar e prever as práticas contabilísticas.

No âmbito deste paradigma, optámos pela adopção de métodos quantitativos para a recolha e análise dos dados, os quais, de acordo com Vieira (2009: 16), “são preferidos para proporcionar uma base para as generalizações”. Para o efeito, a recolha dos dados foi efectuada através da análise de conteúdo dos relatórios e contas das empresas objecto de estudo. Esta técnica permite analisar a informação divulgada numa perspectiva quantitativa, recorrendo-se, por exemplo, à determinação do número de palavras, frases, parágrafos ou páginas de divulgação. Por outro lado, é também possível medir a qualidade e extensão de divulgação sobre uma determinada variável (Monteiro, 2006).

Posteriormente, foram adoptados métodos estatísticos no tratamento dos dados, com recurso ao tratamento de dados em painel, através da utilização de programas informáticos específicos de tratamento e análise de dados.

## **2.2. Selecção da amostra e período de análise**

Tendo, como principais objectivos, identificar o tipo de informação divulgada, o nível de divulgação e a evolução no nível de divulgação, bem como os factores determinantes do nível de divulgação de informação, relativa a operações com instrumentos derivados, por parte das empresas portuguesas, a amostra utilizada neste estudo é constituída por todas as empresas cotadas na *Euronext Lisbon*, porque se julga serem as que, juntamente com as empresas financeiras, utilizam instrumentos derivados com maior frequência e aquelas às quais se impõe um nível de relato mais exigente.

### ***Amostra:***

Conforme referido, a amostra é constituída pelas empresas cotadas na *Euronext Lisbon*, durante o período de 2003 a 2009.

Na determinação das empresas que constituem a amostra, foram tidos em consideração os seguintes critérios

- as empresas deveriam encontrar-se cotadas na *Euronext Lisbon*, no final de cada um dos exercícios considerados;
- os Relatórios e Contas anuais, consolidados, deveriam encontrar-se disponíveis na página electrónica da própria entidade, ou na página electrónica oficial da Comissão de Mercado de Valores Mobiliários.

Todavia, uma vez que se identificam duas fases de investigação, importa destacar o seguinte:

- no estudo da evolução do nível de divulgação de informação, a amostra encontra-se repartida pelos vários exercícios económicos, tendo-se considerado, na aplicação dos testes estatísticos, apenas as empresas que se mantiveram cotadas durante todo o período de análise;
- no estudo dos determinantes do nível de divulgação de informação, a amostra é constituída pela totalidade das empresas, em todos os exercícios analisados, através da análise de dados em painel.

### **Período de análise**

Tendo em consideração que, com este trabalho, se pretende analisar o nível de divulgação de informação ao longo dos anos, abrangendo o período que antecedeu a obrigatoriedade de elaboração de contas consolidadas de acordo com o normativo do IASB e o período posterior, optou-se pela análise da informação divulgada ao longo dos exercícios económicos de 2003 a 2009.

Dentro deste período, é possível identificar dois períodos distintos, em função do normativo em vigor:

- o período de 2003 e 2004, de adopção obrigatória da já citada DC 17, para a contabilização de contratos de futuros, e do normativo do IASB, para o tratamento contabilístico dos restantes instrumentos; e
- o período de 2005 a 2009, de adopção obrigatória do normativo do IASB, dentro do qual se podem, ainda, identificar dois sub-períodos:
  - de 2005 a 2006, de adopção da 39;
  - de 2007 a 2009, de adopção da 39 e da, entretanto emitida, NIRF 7.

### **2.3. Técnica adoptada na recolha e tratamento dos dados**

#### **2.3.1. Técnica adoptada na recolha dos dados, variável dependente e variáveis independentes**

Na análise da informação divulgada, recorreu-se à técnica de análise de conteúdo, codificando a informação recolhida em atributos ou categorias, tendo-se utilizado, como fonte de obtenção dos dados, os Relatórios e Contas anuais, consolidados, das empresas estudadas.

A análise de conteúdo consiste numa técnica, sistemática e replicável, de compressão de um texto, constituído por várias palavras, num número limitado de categorias, de acordo com regras explícitas de codificação (Stemler, 2001; Beattie, *et al.*, 2004), no sentido de definir padrões de apresentação e comunicação da informação (Guthrie, *et al.*, 2004).

Esta técnica tem sido amplamente utilizada na investigação sobre divulgação de informação, em especial na análise da divulgação de informação voluntária. Healy e Palepu (2001) efectuam uma revisão dos estudos sobre divulgação de informação voluntária com recurso à análise de conteúdo e Beattie, *et al.* (2004) efectuam uma descrição crítica das



diferentes abordagens na análise de informação narrativa e apresentam uma proposta de metodologia, assistida por computador, que produz um perfil descritivo geral da informação contida nos relatórios anuais.

No que concerne ao objecto de estudo do nosso trabalho, foram vários os autores que recorreram à técnica de análise de conteúdo dos relatórios anuais para medir o grau de cumprimento de determinada recomendação ou norma contabilística (Goldberg, *et al.*, 1995; Edwards e Eller, 1995 e 1996 ; Alcarria Jaime, 1996; Roulstone, 1999; Chalmers e Godfrey, 2000; Chalmers, 2001; Costa Junior, 2003; Helliard, *et al.*, 2004; Bhamornsiri e Shroeder, 2004; Woods e Marginson, 2004; Darós e Borba, 2005; Lopes e Rodrigues, 2006; Strouhal, 2006; Lemos e Rodrigues, 2007a, 2007b; Hausin, *et al.*, 2008; Oliveira, *et al.*, 2008; Morais e Fialho, 2008; Darus e Taylor, 2009; Bonaci, *et al.*, 2009; Yapa, 2009; BCBS e IOSCO, 1995b, 1996, 1997, 1998b, 1999b; BCBS, 2001, 2002, 2003; Xavier, 2003; Yong, *et al.*, 2005; Feria Dominguez e Oliver Alfonso, 2006; Benedetto e Silva, 2008) ou identificar os factores determinantes da divulgação de informação sobre instrumentos derivados (Chalmers e Godfrey, 2004; Hassan, *et al.*, 2006/2007; Aggarwal e Simkins, 2004; Peters, *et al.*, 2001; Hassan, *et al.*, 2009; Mir Fernández, *et al.*, 2006; Lopes e Rodrigues, 2007; Lemos, *et al.*, 2009).

Todos os estudos citados recorreram à análise dos relatórios anuais, como fonte de obtenção dos dados. De acordo com Guthrie, *et al.* (2004), o relatório anual revela-se como uma fonte de obtenção de informação bastante útil, pois os gestores das empresas utilizam-no como veículo de sinalização de informação importante ao mercado. Por outro lado, é talvez o documento mais amplamente distribuído pelas empresas e produzido numa base regular (Guthrie, *et al.*, 2004).

### ***Variável dependente - Índice de Divulgação, de acordo com o normativo IASB ( $ID_{IASB}$ )***

Uma vez que o objectivo deste estudo se prende com a análise do nível de divulgação de informação, sua evolução e seus factores determinantes, elaborámos um índice de divulgação para medir a informação divulgada.

Posteriormente foram recolhidos os Relatórios e Contas anuais, consolidados, das empresas cotadas na *Euronext Lisbon*, relativos aos exercícios económicos de 2003 a 2009. Para o efeito, foram consultadas as páginas electrónicas das próprias entidades e da Comissão de Mercado de Valores Mobiliários. Foram analisados todos os documentos de

prestação de contas, incluindo a Carta do Presidente, Relatório de Gestão, Relatório do Governo das Sociedades, Demonstrações Financeiras e respectivos Anexos, Relatórios de Auditoria e Certificação Legal de Contas.

Para medir o nível de divulgação de informação sobre instrumentos derivados, de acordo com normativo do IASB, seguimos a metodologia adoptada por Mir Fernández, *et al.* (2006) e Lopes e Rodrigues (2007) e construímos um Índice de Divulgação, tendo por base a NIRF 7 do IASB ( $ID_{IASB}$ )<sup>61</sup>.

A utilização de índices para medir o nível de divulgação de informação tem vindo a ser largamente utilizado pela literatura existente<sup>62</sup>. No que concerne ao objecto de estudo deste trabalho, estudos como o de Chalmers (2001), Yong, *et al.* (2005), Morais e Fialho (2008), Darus e Taylor (2009), Peters, *et al.* (2001), Chalmers e Godfrey (2004), Mir Fernández, *et al.* (2006), Hassan, *et al.* (2006/2007), Lopes e Rodrigues (2007), Hassan, *et al.* (2009) e Lemos, *et al.* (2009) utilizam um índice para medir o nível de informação, divulgado pelas empresas, sobre operações com instrumentos derivados.

Na recolha dos itens que constituem o índice de divulgação de informação foram seguidos os seguintes procedimentos:

- em primeiro lugar, efectuou-se uma leitura de todos os documentos que compõem o relatório e contas das empresas incluídas na amostra, recolhendo-se a informação divulgada sobre instrumentos derivados;
- posteriormente, validou-se a informação recolhida, através de uma pesquisa automática por palavras-chave. Para o efeito, foram utilizadas as seguintes palavras-chave:
  - derivados;
  - risco;
  - cobertura de risco;
  - gestão de riscos;
  - futuros, opções, *forwards*, *swaps*, *caps*, *collars*, *floors*, *Forward Rate Agreement* (FRA);
  - instrumentos financeiros;
  - instrumentos de cobertura;

---

<sup>61</sup> Os índices utilizados por Mir Fernández, *et al.* (2006) e por Lopes e Rodrigues (2007) foram construídos com base nas disposições das NIC 32 e NIC 39 do IASB.

<sup>62</sup> A este respeito, consultar Marston e Shriver (1991), Ahmed e Courtis (1999) e Chavent, *et al.* (2005) que efectuam uma revisão dos estudos sobre divulgação de informação.

- justo valor; e
- NIC 39, NIRF 7.

O índice contém um total de 38 itens<sup>63</sup>, classificados em cinco categorias principais, a saber:

1. Políticas contabilísticas (6 itens);
2. Informação específica sobre riscos (8 itens);
3. Operações que não se qualificam para efeitos de cobertura de risco (2 itens);
4. Cobertura de risco (18 itens), repartidos nas seguintes subcategorias:
  - 2.1. Informações gerais (5 itens);
  - 2.2. Coberturas de fluxos de caixa (7 itens);
  - 2.3. Coberturas de justo valor (2 itens);
  - 2.4. Cobertura de investimentos líquidos em entidades estrangeiras (4 itens);
3. Justo valor (4 itens).

De forma a medir o nível de divulgação de informação dentro de cada uma das categorias e subcategorias que compõem o índice de divulgação e sua evolução ao longo do período de análise, construíram-se sub-índices de divulgação, correspondentes a cada uma das referidas categorias e subcategorias.

De salientar que, no sentido de possibilitar estabelecer comparações nos resultados obtidos, ao longo do período analisado, o ID<sub>IASB</sub> foi construído tendo por base a versão da NIRF 7 publicada através do Regulamento (CE) n.º 108/2006 da Comissão, de 11 de Janeiro de 2006, e não sofreu qualquer variação, no sentido de acolher as alterações entretanto verificadas na respectiva norma.

#### Determinação do valor do Índice de Divulgação

Na análise aos Relatórios & Contas, das empresas incluídas na amostra, verifica-se se cada um dos itens que constituem o ID<sub>IASB</sub> é ou não divulgado, atribuindo-se, a cada um deles, uma ponderação de 0 ou 1, de acordo com o seguinte critério:

- 0 – o item não é divulgado;
- 1 – o item é divulgado.

---

<sup>63</sup> Descritos no Apêndice II.

Assim, o valor do índice, para cada uma das empresas, é obtido através do quociente entre o total de itens divulgados pela empresa em análise e o somatório do total dos itens que constituem o índice de divulgação, de acordo com a seguinte fórmula:

$$ID_{it} = \sum_{j=1}^e e_j / e$$

Onde:

<b>ID<sub>it</sub></b>	Índice de Divulgação da empresa <i>i</i> , no momento <i>t</i> ;
<b>e<sub>j</sub></b>	Elemento de divulgação sobre instrumentos derivados <i>j</i> em análise. Variável dicotómica, que assume o valor 0, se o elemento <i>j</i> não é divulgado, e o valor 1, se o elemento <i>j</i> é divulgado.
<b>e</b>	Número máximo de elementos analisados.

O valor do índice varia entre 0 e 1, e quanto maior o valor do  $ID_{IASB}$ , maior será o nível de divulgação apresentado.

O  $ID_{IASB}$  é um índice não ponderado, ou seja, assume-se que todos os itens considerados têm o mesmo nível de importância para os diversos utilizadores das demonstrações financeiras. A utilização de factores de ponderação implicaria um estudo prévio da importância atribuída, pelos diversos utilizadores da informação, a cada um dos elementos considerados, e, mesmo assim, os resultados obtidos estariam sempre enviesados por factores subjectivos.

Por outro lado, importa salientar que, o facto de não distinguirmos os itens não divulgados de itens não aplicáveis poderá afectar os resultados obtidos. Muitos dos itens não divulgados pelas empresas poderão estar relacionados com operações que não foram levadas a cabo e, por isso, a sua não divulgação não significa falta de cumprimento com o normativo. Todavia, uma vez que é impossível controlar (dada a falta de informação apresentada) se a não divulgação de determinado item se deve à falta de cumprimento com o normativo, ou à sua não aplicação, optámos pela classificação como não divulgado.

### ***Variáveis independentes***

As variáveis independentes resultam das hipóteses de investigação anteriormente formuladas e foram determinadas para cada um dos exercícios que compõem o período de análise.

Os dados referentes a estas variáveis foram obtidos através dos relatórios e contas referidos e calculados para cada exercício económico analisado. Contudo, na falta de informação, referente a determinado exercício económico, procurou obter-se essa informação através da análise ao relatório e contas relativo ao exercício seguinte, sendo considerada a informação desse exercício, nos casos em que não existia divulgação referente ao exercício anterior em falta. Na impossibilidade de obtenção da informação pretendida, a mesma foi considerada como não divulgada, sendo estatisticamente tratada como um dado em falta (*missing value*).

#### **a) Tamanho (TAM)**

O tamanho da empresa pode ser medido através do número de empregados, do volume de negócios ou do activo total. Autores como Mir Fernández, *et al.* (2006) utilizaram o volume de negócios e o total do activo, enquanto autores como Lemos, *et al.* (2009), Lopes e Rodrigues (2007), Hassan, *et al.* (2006/2007), Chalmers e Godfrey (2004) e Aggarwal e Simkins (2004) se basearam apenas no total do activo. Uma vez que não existem fundamentos teóricos que justifiquem a utilização de uma determinada medida em particular para o tamanho da empresa, neste estudo optou-se pelo activo total. Contudo, à semelhança de estudos anteriores (Mir Fernández, *et al.*, 2006; Chalmers e Godfrey, 2004; Aggarwal e Simkins, 2004; Hassan, *et al.*, 2006/2007; Lopes e Rodrigues, 2007; Lemos, *et al.*, 2009 e Hassan, *et al.*, 2009) esta variável foi submetida a uma prévia transformação logarítmica, de forma a normalizar a distribuição.

#### **b) Concentração de capital (CONC)**

Utiliza-se, como medida de concentração do capital, a percentagem de acções detidas pelos três principais accionistas.

#### **c) Participação dos órgãos de administração e fiscalização no capital (ADM/FISC)**

A participação dos órgãos de administração e fiscalização no capital é medida pela percentagem de acções detidas pelos mesmos.

#### **d) Rentabilidade (ROA)**

Utiliza-se como medida de rentabilidade, a Rentabilidade do Activo (ROA), calculada de acordo com a seguinte expressão:

Resultado Líquido/Activo total líquido x 100.

**e) Endividamento (END)**

Para medir o nível de endividamento das empresas incluídas na amostra, utiliza-se, a seguinte medida:

Total de Passivo / Capital Próprio x 100.

**f) Directores Independentes (DI)**

A influência dos directores independentes é medida pela percentagem que os mesmos representam no Conselho de Administração.

**g) Investigação & Desenvolvimento (I&D)**

Construiu-se uma variável dicotómica, que assume o valor 1, se a empresa divulga informação relacionada com investigação e desenvolvimento, e o valor 0, se a empresa não divulga qualquer informação relacionada com investigação e desenvolvimento.

**h) Qualidade do auditor externo (Big 4)**

Para medir a qualidade do auditor externo, os auditores externos das empresas incluídas na amostra foram classificados como pertencentes às *Big 4* ou não pertencentes às *Big 4*, dando origem a uma variável dicotómica com os seguintes parâmetros:

1 – pertencente às *Big 4*;

0 – não pertencente às *Big 4*.

**i) Aumento de Capital (AumCap)**

Utiliza-se, como medida de aumento de capital, uma variável dicotómica, que assume o valor 1, se a empresa emitiu novas acções durante o exercício económico em análise, e o valor 0, se a empresa não emitiu novas acções durante o exercício.

**j) Existência de sistemas de incentivos baseados em acções (SIBA)**

Construiu-se uma variável dicotómica, que assume o valor 1, se a empresa detém sistemas de incentivos baseados em acções, e o valor 0, se a empresa não detém sistemas de incentivos baseados em acções.

**k) Sector económico (Fin/NFin)**

De forma a distinguir as empresas financeiras das empresas não financeiras, incluímos uma variável dicotómica para identificar o sector de actividade, com os seguintes parâmetros:

1 – a empresa é financeira;

0 – a empresa é não financeira.

**l) Rácio *market-to-book value* (MBValue)**

Utiliza-se o rácio valor de mercado/valor contabilístico das acções, medido tendo em consideração a última cotação em cada exercício económico e o valor contabilístico das acções, determinado através do balanço consolidado, à data de 31 de Dezembro de cada exercício considerado.

**m) Notoriedade da empresa (PSI 20)**

Utiliza-se a integração no índice das 20 maiores empresas da *Euronext Lisbon* (PSI 20), à data de 31 de Dezembro, como indicador de notoriedade das empresas, medido através de uma variável dicotómica com os seguintes parâmetros:

1 – as acções da empresa integram o PSI 20, à data de 31 de Dezembro;

0 – as acções da empresa não integram o PSI 20, à data de 31 de Dezembro.

**n) Exercício económico (Pós2004/Pós2006)**

Para identificar se os dados se reportam a exercícios económicos posteriores, ou não, à obrigatoriedade de adopção do normativo do IASB e à obrigatoriedade de adopção da NIRF 7, criaram-se duas variáveis dicotómicas, que identificam, respectivamente, os períodos identificados, nos seguintes termos:

***Pós2004***

1 – os dados dizem respeito a exercícios posteriores a 31 de Dezembro de 2004, de adopção obrigatória do normativo do IASB;

0 – os dados não dizem respeito a exercícios posteriores a 31 de Dezembro de 2004, de adopção obrigatória do normativo do IASB.

***Pós2006***

1 – os dados dizem respeito a exercícios posteriores a 31 de Dezembro de 2006, de adopção obrigatória da NIRF 7;

0 – os dados não dizem respeito a exercícios posteriores a 31 de Dezembro de 2006, de adopção obrigatória da NIRF 7.

Apresenta-se, no quadro seguinte, um sumário das variáveis independentes utilizadas e das associações previstas com a variável dependente, com indicação das hipóteses de investigação subjacentes.



Quadro 2.2– Variáveis Independentes e associação esperada com o ID<sub>IASB</sub>

VARIÁVEL	FORMA DE DETERMINAÇÃO	ASSOCIAÇÃO ESPERADA COM O ID	HIPÓTESE
Tamanho (TAM)	Logaritmo do total de Activo	Positiva	HB1
Concentração de Capital (CONC)	CONC = % acções detidas pelos 3 principais accionistas	Negativa	HB2
Participação dos órgãos de administração e fiscalização no capital (ADM/FISC)	% de acções detidas pelos órgãos de administração e fiscalização	Negativa	HB3
Rentabilidade (ROA)	ROA = RL/activo total líquido x 100	Positiva	HB4
Endividamento (END)	END – <i>Debt to Equity Ratio</i> = Passivo total/capital próprio x 100	Positiva	HB5
Directores Independentes (DI)	% de directores independentes no conselho de administração	Não prevista	HB6
Investigação & Desenvolvimento (I&D)	Variável Dummy 1 – A empresa divulga sobre o desenvolvimento de I&D; 0 – A empresa não divulga sobre o desenvolvimento de I&D	Positiva	HB7
Qualidade do Auditor Externo (Big4)	Variável Dummy 1 – Pertencente às Big4; 0 – Não pertencente às Big 4.	Não prevista	HB8
Aumento de Capital (AUMCap)	Variável Dummy 1 – A empresa emitiu novas acções no ano corrente; 0 – A empresa não emitiu novas acções no ano corrente	Positiva	HB9
Sistema de incentivos baseados em acções (SIBA)	Variável Dummy 1 – Existência de sistemas de incentivos baseados em acções; 0 – Não existência de sistemas de incentivos baseados em acções.	Negativa	HB10
Sector Económico (Fin/Nfin)	Variável Dummy 1 – A empresa pertence ao sector financeiro; 0 – A empresa não pertence ao sector financeiro.	Positiva	HB11
Rácio <i>Market-to-book value</i> (MbValue)	MBValue = Valor de mercado/Valor contabilístico	Positiva	HB12
Notoriedade da empresa (PSI 20)	PSI 20 = Variável Dummy 1 – As acções da empresa integram o PSI 20; 0 – As acções da empresa não integram o PSI 20	Positiva	HB13
Exercício económico (Pós 2004/Pós 2006)	Pós2004 = Variável Dummy 1 – Os dados dizem respeito a exercício posterior a 31/12/2004; 0 – Os dados não dizem respeito a exercício posterior a 31/12/2004; Pós2006 = Variável Dummy 1 – Os dados dizem respeito a exercício posterior a 31/12/2006; 0 – Os dados não dizem respeito a exercício posterior a 31/12/2006;	Positiva	HB14a) HB15b)

### 2.3.2. Tratamento de dados

No estudo dos factores determinantes do nível de divulgação de informação adoptámos a metodologia de tratamento de dados em painel, que combina dados seccionais e temporais.

Um painel de dados consiste num conjunto de observações, no qual  $n$  empresas são observadas ao longo de  $T$  períodos de tempo (Martins, 2006), providenciando múltiplas observações para cada empresa que compõe a amostra (Hsiao, 2003).

Apesar de não existirem estudos prévios, que analisem a divulgação de informação sobre instrumentos derivados, com recurso ao tratamento de dados em painel<sup>64</sup>, podemos identificar vários estudos sobre divulgação de informação, com recurso a esta metodologia de tratamento de dados: Inchausti (1997) analisa os factores determinantes da divulgação de informação financeira, por parte das empresas espanholas, cotadas em bolsa, durante o período de 1989 a 1991; Ball e Shivakumar (2005) analisam o reconhecimento de resultados em tempo útil, como um dos atributos da qualidade de relato financeiro, em empresas britânicas, públicas e privadas, durante o período de 1989 a 1999; Barako, *et al.* (2006) analisam o nível de divulgação voluntária, e seus factores determinantes, por parte das empresas cotadas, no Kenya, durante o período de 1992 a 2001; Goto, *et al.* (2009) comparam o efeito, no retorno das acções, da divulgação estratégica, quando comparada com a divulgação total, numa amostra de 227 empresas, de 28 mercados, que se encontram também cotadas nos EUA, entre 1983 e 2003; Lima (2009) estuda a influência do nível de divulgação no custo de capital, das companhias abertas brasileiras, no período de 2000 a 2005; Dantas, *et al.* (2010) estudam o grau de cumprimento com as recomendações do acordo de Basileia II, no que concerne à divulgação de informação sobre risco de crédito, no período de 2001 a 2008; Coelho, *et al.* (2010) analisam os atributos da qualidade da informação divulgada pelas companhias abertas brasileiras, emissoras de *American Depositary Receipts* e Wu e Bowe (2010) procuram analisar se a disciplina de mercado, através do aumento na qualidade da divulgação, oferece incentivos para que os bancos chineses melhorem as suas práticas de gestão prudencial de risco, durante o período de 1998 a 2009.

A maior vantagem da análise de dados em painel consiste no facto de permitir analisar as variações entre diferentes agentes no espaço e as variações que ocorrem ao longo do tempo (Inchausti, 1997). Por outro lado, permite, ainda, a relevação da heterogeneidade individual

---

<sup>64</sup> A maior parte dos estudos prévios analisam a informação divulgada num único exercício económico não sendo, por isso, possível a adopção deste método de tratamento de dados.

(Marques, 2000; Hsiao, 2005), tendo em consideração variáveis omitidas ou não observáveis (Inchausti, 1997; Hsiao, 2005).

Para além disso, os dados em painel providenciam uma maior quantidade de informação, maior variabilidade dos dados, menor colinearidade entre as variáveis, maior número de graus de liberdade e maior eficiência na estimação (Hsiao, 2003).

### 2.3.3. Procedimentos estatísticos adoptados

Os dados foram tratados mediante a utilização dos programas informáticos de análise de dados SPSS (*Statistical Package for the Social Sciences* – Versão 19 para Windows) e STATA (versão 10.1 para Windows).

Na primeira parte do estudo, procedeu-se a uma análise descritiva das variáveis, através das distribuições de frequência, absolutas e relativas, e medidas de localização (em particular medidas de tendência central e de dispersão, como a média e o desvio padrão).

Para medir a variação no nível de divulgação de informação, recorreremos aos testes paramétricos *t-Student*, para amostras emparelhadas, tendo por base um nível de significância de 5%, no sentido de verificar a existência de diferenças entre os valores médios do  $ID_{IASB}$ , em pares de exercícios consecutivos.

Para identificar os factores que, de acordo com as hipóteses anteriormente formuladas, explicam o nível de divulgação de informação sobre instrumentos derivados, procedeu-se a uma análise univariada e multivariada, através da análise de dados em painel.

No âmbito da análise univariada, de modo a analisar a relação existente entre cada variável independente e o  $ID_{IASB}$ , aplicaram-se os testes estatísticos mais adequados, dependendo se as variáveis definidas para explicar o  $ID_{IASB}$  são variáveis quantitativas ou variáveis qualitativas dicotómicas (*dummy*). Assim, uma vez que a amostra contava com mais do que 30 observações, foram utilizados os testes paramétricos *t-Student*, para duas amostras independentes, e o Coeficiente de Correlação de *Pearson*, conforme as variáveis se classificassem em qualitativas ou quantitativas, respectivamente.

No âmbito da análise multivariada (que visa verificar se as variáveis independentes explicam conjuntamente o nível de divulgação de informação sobre instrumentos derivados), foi elaborado um modelo de regressão linear múltipla, que utiliza, como variável dependente, o  $ID_{IASB}$  e, como variáveis independentes, os potenciais factores determinantes do nível de divulgação de informação sobre instrumentos derivados referidos

anteriormente. Os resultados foram estimados com recurso ao modelo de efeitos aleatórios e ao modelo de efeitos fixos. Posteriormente, foi efectuado o teste de *Hausman* (1978), que permite identificar, de entre o modelo de efeitos aleatórios e o modelo de efeitos fixos, qual o mais adequado aos dados em análise.

A fim de testar a existência de multicolinearidade entre as variáveis independentes, foram analisadas as correlações entre variáveis, os valores VIF e de tolerância.

Antes de procedermos à estimação dos resultados do modelo de regressão linear, verificamos a existência de valores extremos ou atípicos (*outliers*), os quais foram excluídos da amostra. Para o efeito, recorremos à análise dos resíduos, tendo-se identificado como *outliers*, os elementos que apresentassem valores de resíduos estandardizados, com valores absolutos maiores que 1,96, a que corresponde um nível de significância de 5% (Pestana e Gageiro, 2008).

### **3. Estudo da evolução no nível de divulgação de informação**

---

#### **3.1. Caracterização da amostra**

##### **3.1.1. Composição da amostra**

Tendo como principais objectivos, identificar o tipo de informação divulgada, o nível de divulgação e a evolução no nível de divulgação, relativa a operações com instrumentos derivados, por parte das empresas portuguesas, a amostra utilizada neste estudo é constituída por todas as empresas cotadas na *Euronext Lisbon*, abrangendo o período de 2003 a 2009.

A aplicação dos critérios, definidos no ponto 2.2. deste capítulo, resultou na obtenção dos seguintes Relatórios & Contas por exercício económico (num total de 355 Relatórios e Contas)<sup>65</sup>:

- 2003 – 53 Relatórios & Contas;
- 2004 – 48 Relatórios & Contas;
- 2005 – 50 Relatórios & Contas;
- 2006 – 48 Relatórios & Contas;
- 2007 – 51 Relatórios & Contas;
- 2008 – 53 Relatórios & Contas;
- 2009 – 52 Relatórios & Contas.

##### **3.1.2. Caracterização das empresas que compõem a amostra**

Uma vez que se pretende efectuar uma análise sectorial da evolução na divulgação de informação sobre instrumentos derivados, ao longo do período de 2003 a 2009, apresenta-se, neste ponto, uma caracterização das empresas em função do sector de actividade, em cada um dos exercícios considerados.

O conjunto de empresas analisadas reparte-se pelos vários sectores de actividade<sup>66</sup> conforme se apresenta no quadro 2.3, a seguir:

---

<sup>65</sup> A lista de empresas analisadas encontra-se, no Apêndice III.

<sup>66</sup> Conforme classificação definida pela *Euronext* (2008).

**Quadro 2.3 – Distribuição por sector de actividade**

Sector de actividade	Exercício													
	2003		2004		2005		2006		2007		2008		2009	
	N	%	N	%	N	%	N	%	N	%	N	%	N	%
Gás, Petróleo e Energia	1	2%	1	2%	1	2%	2	4%	3	6%	4	8%	4	8%
Materiais Básicos	8	15%	6	13%	6	12%	5	10%	6	12%	6	11%	5	10%
Indústria	14	26%	13	27%	15	30%	13	27%	14	27%	14	26%	14	27%
Bens de Consumo	5	9%	4	8%	4	8%	3	6%	3	6%	3	6%	3	6%
Serviços ao Consumidor	11	21%	11	23%	11	22%	11	23%	11	22%	11	21%	11	21%
Telecomunicações	2	4%	2	4%	2	4%	2	4%	2	4%	2	4%	2	4%
Financeiro	8	15%	7	15%	7	14%	8	17%	8	16%	9	17%	9	17%
Tecnologia	4	8%	4	8%	4	8%	4	8%	4	8%	4	8%	4	8%
<b>Total</b>	<b>53</b>	<b>100%</b>	<b>48</b>	<b>100%</b>	<b>50</b>	<b>100%</b>	<b>48</b>	<b>100%</b>	<b>51</b>	<b>100%</b>	<b>53</b>	<b>100%</b>	<b>52</b>	<b>100%</b>

Pela análise do quadro, verifica-se que os sectores de actividade que apresentam maior peso, no total dos sectores, são o Sector da Indústria, seguido do Sector dos Serviços ao Consumidor e, em terceiro lugar, o sector Financeiro.

Por outro lado, tendo em consideração o facto de as empresas financeiras transaccionarem instrumentos derivados, não só em nome próprio, mas também em nome dos seus clientes e pelo facto de possuírem diferentes exigências ao nível do relato financeiro, efectua-se, no quadro seguinte (quadro 2.4) uma classificação das empresas em Financeiras e Não Financeiras.

**Quadro 2.4 – Classificação em Financeira e Não Financeira**

Exercício	Sector de Actividade			
	Financeiro		Não Financeiro	
<b>2003</b>	8	15%	45	85%
<b>2004</b>	7	15%	41	85%
<b>2005</b>	7	14%	43	86%
<b>2006</b>	8	17%	40	83%
<b>2007</b>	8	16%	43	84%
<b>2008</b>	9	17%	44	83%
<b>2009</b>	9	17%	43	83%

Conforme se verifica, as empresas financeiras representam entre 14% e 17% do total das empresas e as empresas não financeiras representam mais de 80% do total das empresas.

Das empresas analisadas, existem 39 empresas que se mantiveram cotadas ao longo de todo o período considerado e para as quais foi possível obter dados correspondentes aos sete exercícios económicos. Assim, de forma a não influenciar os dados obtidos por diferenças no tamanho da amostra nos vários exercícios considerados, no estudo da influência da

adopção do normativo do IASB na evolução do nível de divulgação de informação sobre instrumentos derivados, os resultados foram estimados para a amostra constituída apenas por estas 39 empresas.

Em termos de distribuição por sector de actividade, estas empresas repartem-se pelos vários sectores considerados conforme quadro seguinte (quadro 2.5):

**Quadro 2.5 – Distribuição por sector de actividade**

	N	%
Gás, Petróleo e Energia	1	3%
Materiais Básicos	4	10%
Indústria	10	26%
Bens de Consumo	3	8%
Serviços ao Consumidor	9	23%
Telecomunicações	2	5%
Financeiro	7	18%
Tecnologia	3	8%
Total	39	100%

Conforme seria de esperar, tendo em conta a classificação por sector de actividade, já apresentada anteriormente, para a amostra constituída pela totalidade das empresas, o sector de actividade com maior representação é o sector da Indústria (26%), seguido do sector de Serviços ao Consumidor (23%). O sector com menor representação é o sector de Gás, Petróleo e Energia, representado por apenas uma entidade.

De destacar, ainda, uma vez que se pretende averiguar se o facto de a empresa pertencer, ou não, ao sector financeiro é um factor determinante do nível de divulgação de informação, que este sector representa 18% da amostra.

## **3.2. Resultados de investigação**

Efectua-se, neste ponto, uma análise e discussão dos resultados obtidos no estudo da evolução no nível de divulgação de informação sobre instrumentos derivados nas empresas cotadas em bolsa.

### **3.2.1. Evolução no número de empresas divulgadoras**

#### **Empresas divulgadoras**

Da análise aos Relatórios & Contas das empresas consideradas na amostra, verifica-se (conforme quadro 2.6) que o número de empresas que apresenta informação sobre a

utilização de instrumentos derivados é crescente ao longo dos exercícios, passando de uma percentagem de empresas divulgadoras de 45%, em 2003, para 90%, em 2009, permitindo-nos antecipar que a obrigatoriedade de adopção do normativo do IASB, em 2005, e a posterior publicação da NIRF 7, em 2007, poderão ter influenciado estes valores.

**Quadro 2.6 – N.º de empresas divulgadoras de informação sobre instrumentos derivados**

Exercício	Divulgação de Informação sobre ID				Total
	Divulga		Não Divulga		
2003	24	45%	29	55%	53
2004	27	56%	21	44%	48
2005	37	74%	13	26%	50
2006	39	81%	9	19%	48
2007	43	84%	8	16%	51
2008	47	89%	6	11%	53
2009	47	90%	5	10%	52

A fim de confirmar os resultados obtidos, foi efectuado o teste do Qui-quadrado, que testa a independência entre as variáveis e cujos resultados são apresentados no quadro seguinte.

**Quadro 2.7 – Teste de Qui-quadrado para a evolução no número de empresas divulgadoras**

	Valor	df	Sig
<i>Pearson Chi-Square</i>	48,319	6	0,000

Pela análise do quadro, confirma-se a existência de uma associação entre as variáveis exercício económico e divulgação de informação sobre instrumentos derivados, indicando que o número de empresas divulgadoras aumenta ao longo do período analisado. Valida-se, assim, a hipótese A1, que previa o aumento no número de empresas divulgadoras ao longo do período de 2003 a 2009. Comprova-se, deste modo, a existência de algum isomorfismo, em resultado das pressões exercidas pelos diversos agentes, uma vez que algumas empresas tendem a alterar o seu comportamento, passando de não divulgadoras a divulgadoras de informação sobre instrumentos derivados.

No quadro seguinte (quadro 2.8) apresenta-se uma classificação das empresas divulgadoras e não divulgadoras por sector de actividade.



**Quadro 2.8 – Empresas divulgadoras por sector de actividade**

Sector de actividade	Divulga	Exercício													
		2003		2004		2005		2006		2007		2008		2009	
		N	%	N	%	N	%	N	%	N	%	N	%	N	%
Gás, Petróleo e Energia	Sim	1	100%	1	100%	1	100%	2	100%	3	100%	4	100%	4	100%
	Não	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%
	Total	1	100%	1	100%	1	100%	2	100%	3	100%	4	100%	4	100%
Materiais Básicos	Sim	2	25%	2	33%	4	67%	4	80%	5	83%	6	100%	5	100%
	Não	6	75%	4	67%	2	33%	1	20%	1	17%	0	0%	0	0%
	Total	8	100%	6	100%	6	100%	5	100%	6	100%	6	100%	5	100%
Indústria	Sim	3	21%	6	46%	10	67%	10	77%	11	79%	12	86%	13	93%
	Não	11	79%	7	54%	5	33%	3	23%	3	21%	2	14%	1	7%
	Total	14	100%	13	100%	15	100%	13	100%	14	100%	14	100%	14	100%
Bens de Consumo	Sim	2	40%	2	50%	2	50%	2	67%	1	33%	2	67%	2	67%
	Não	3	60%	2	50%	2	50%	1	33%	2	67%	1	33%	1	33%
	Total	5	100%	4	100%	4	100%	3	100%	3	100%	3	100%	3	100%
Serviços ao Consumidor	Sim	6	55%	7	64%	9	82%	9	82%	10	91%	10	91%	10	91%
	Não	5	45%	4	36%	2	18%	2	18%	1	9%	1	9%	1	9%
	Total	11	100%	11	100%	11	100%	11	100%	11	100%	11	100%	11	100%
Telecomunicações	Sim	2	100%	2	100%	2	100%	2	100%	2	100%	2	100%	2	100%
	Não	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%
	Total	2	100%	2	100%	2	100%	2	100%	2	100%	2	100%	2	100%
Financeiro	Sim	8	100%	7	100%	7	100%	8	100%	8	100%	9	100%	9	100%
	Não	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%
	Total	8	100%	7	100%	7	100%	8	100%	8	100%	9	100%	9	100%
Tecnologia	Sim	0	0%	0	0%	2	50%	2	50%	3	75%	2	50%	2	50%
	Não	4	100%	4	100%	2	50%	2	50%	1	25%	2	50%	2	50%
	Total	4	100%	4	100%	4	100%	4	100%	4	100%	4	100%	4	100%
Total		53		48		50		48		51		53		52	

Pode concluir-se, pela análise do quadro, que:

- nos sectores de Gás, Petróleo e Energia, Financeiro e de Telecomunicações, todas as empresas são divulgadoras de informação sobre instrumentos derivados, em todos os exercícios considerados;
- os sectores onde se verifica o maior aumento de empresas divulgadoras, entre o exercício de 2003 e o exercício de 2009, são os sectores de Materiais Básicos (de 25%, em 2003, para 100%, em 2009), Indústria (de 21%, em 2003, para 93%, em 2009) e Serviços ao Consumidor (de 55%, em 2003, para 91%, em 2009), sendo, por isso, estes os sectores responsáveis pelo aumento verificado no número total de empresas divulgadoras.

### 3.2.2. Evolução no Índice de Divulgação sobre Instrumentos Derivados

#### Evolução no Índice de divulgação total ( $ID_{IASB}$ )

##### a) Análise global

Relativamente ao  $ID_{IASB}$ , foram calculados os valores máximos, mínimos e médios, conforme consta do quadro 2.9, considerando uma amostra constituída por todas as empresas cotadas em cada um dos exercícios analisados.

**Quadro 2.9 – Medidas Estatísticas sobre o  $ID_{IASB}$**

		Máximo	Mínimo	Média do total das empresas	Média das empresas divulgadoras
Índice de Divulgação Total (ID)	2003	0,58	0,03	0,14	0,30
	2004	0,68	0,03	0,17	0,29
	2005	0,58	0,03	0,27	0,36
	2006	0,66	0,03	0,28	0,34
	2007	0,68	0,05	0,34	0,40
	2008	0,76	0,11	0,41	0,45
	2009	0,74	0,05	0,40	0,45

Verifica-se que nenhuma das empresas apresenta toda a informação considerada no  $ID_{IASB}$ . O valor médio do  $ID_{IASB}$ , no total das empresas, é crescente ao longo dos exercícios, passando de 0,14, em 2003, para 0,40, em 2009. Estes valores são ligeiramente superiores, se consideradas apenas as empresas divulgadoras. O valor máximo de divulgação de informação sobre instrumentos derivados é de 0,58, em 2003, e de 0,74, em 2009.

O valor médio do  $ID_{IASB}$  é crescente ao longo dos sete exercícios económicos analisados, indicando que as empresas se preocupam, cada vez mais, em fornecer informação sobre as operações levadas a cabo no mercado de derivados. Por outro lado, os valores obtidos indicam que as empresas se preocupam com o cumprimento das normas contabilísticas que entraram em vigor em 2005 e em 2007. Assim, com o objectivo de verificar se a variação no  $ID_{IASB}$  é significativa, ao longo do período considerado, efectuou-se um teste para verificar a igualdade das médias nos sete exercícios analisados. Este teste foi aplicado apenas à amostra constituída pelas 39 empresas que se mantiveram cotadas ao longo dos sete exercícios consecutivos.

Uma vez que a amostra contém mais do que 30 observações<sup>67</sup>, será aplicado o teste paramétrico *t-Student*, para duas amostras emparelhadas, para testar a igualdade das médias, entre dois exercícios consecutivos, conforme quadro seguinte (quadro 2.10).

**Quadro 2.10 – Evolução do ID<sub>IASB</sub> - teste *t-Student* para duas amostras emparelhadas**

		Média	Intervalo Confiança		t	Sig.
			Inferior	Superior		
2004-2003	2003	0,165				
	2004	0,177	-0,015	0,040	0,898	0,375
2005-2004	2004	0,177				
	2005	0,265	0,047	0,130	4,308	0,000
2006-2005	2005	0,265				
	2006	0,280	-0,014	0,044	1,048	0,301
2007-2006	2006	0,280				
	2007	0,326	0,021	0,071	3,756	0,001
2008-2007	2007	0,326				
	2008	0,405	0,044	0,114	4,601	0,000
2009-2008	2008	0,405				
	2009	0,401	-0,030	0,022	-0,319	0,752

Verifica-se, pela análise do quadro, que o teste comprova a rejeição da hipótese de igualdade das médias no ID<sub>IASB</sub> (*p value* <0,05) entre os exercícios de 2004 e 2005, de 2006 e 2007 e de 2007 e 2008, permitindo-nos concluir que a obrigatoriedade de adopção do normativo do IASB, a partir de 2005, e a obrigatoriedade de adopção da NIRF 7, a partir de 2007, influenciaram o nível de informação que as empresas cotadas na *Euronext Lisbon* divulgam sobre operações com instrumentos derivados, validando-se, deste modo, as hipóteses A2, A2 a) e A2 b).

### **b) Análise sectorial**

Procedeu-se, de seguida, a uma análise sectorial da evolução no nível de divulgação de informação sobre instrumentos derivados, utilizando, para o efeito, o mesmo teste<sup>68</sup> para verificar se existem diferenças nas médias do ID<sub>IASB</sub> em cada par de exercícios, ao longo do período analisado<sup>69</sup> (conforme quadros 2.11 a 2.17).

<sup>67</sup> De acordo com Pestana e Gageiro (2008), se a dimensão da amostra for superior a 30, não há necessidade de verificação da normalidade da distribuição para aplicação dos testes paramétricos *t-Student*.

<sup>68</sup> Mais uma vez, o teste foi aplicado apenas às 39 empresas que se mantiveram cotadas ao longo do período de 2003 a 2009.

<sup>69</sup> Não foi possível efectuar o teste para o sector de Gás, Petróleo e Energia, pois este sector é constituído por apenas uma empresa, não sendo, por isso, possível verificar a diferença entre as médias. Todavia, pela análise aos valores registados no ID desta empresa, verifica-se uma evolução positiva do exercício de 2003 para 2004, do exercício de 2006 para 2007, de 2007 para 2008 e de 2008 para 2009. Contudo verifica-se um decréscimo no valor do ID de 2004 para 2005 e a manutenção do valor de 2005 para 2006.

**Quadro 2.11 – Teste t-Student para a evolução no ID<sub>IASB</sub> no sector de Materiais Básicos**

		Média	Intervalo Confiança		t	Sig.
			Inferior	Superior		
2004-2003	2003	0,053*				
	2004	0,053*				
2005-2004	2004	0,053				
	2005	0,125	-0,131	0,276	1,133	0,340
2006-2005	2005	0,125				
	2006	0,204	-0,209	0,367	0,872	0,447
2007-2006	2006	0,204				
	2007	0,204	-0,153	0,153	0,872	1,000
2008-2007	2007	0,204				
	2008	0,342	-0,027	0,303	2,660	0,076
2009-2008	2008	0,342				
	2009	0,243	-0,192	-0,006	-3,382	0,043

\* Não foram estimados os resultados do teste t porque o desvio padrão da diferença é igual a zero

**Quadro 2.12 – Teste t-Student para a evolução no ID<sub>IASB</sub> no sector de Indústria**

		Média	Intervalo Confiança		t	Sig.
			Inferior	Superior		
2004-2003	2003	0,066				
	2004	0,124	0,003	0,113	2,369	0,042
2005-2004	2004	0,124				
	2005	0,229	0,003	0,208	2,327	0,045
2006-2005	2005	0,229				
	2006	0,268	-0,028	0,107	1,318	0,220
2007-2006	2006	0,268				
	2007	0,308	-0,041	0,119	1,116	0,293
2008-2007	2007	0,308				
	2008	0,408	-0,009	0,209	2,076	0,068
2009-2008	2008	0,408				
	2009	0,432	-0,008	0,055	1,711	0,121

**Quadro 2.13 – Teste t-Student para a evolução no ID<sub>IASB</sub> no sector de Bens de Consumo**

		Média	Intervalo Confiança		t	Sig.
			Inferior	Superior		
2004-2003	2003	0,026				
	2004	0,079	-0,174	0,279	1,000	0,423
2005-2004	2004	0,079				
	2005	0,070	-0,047	0,029	-1,000	0,423
2006-2005	2005	0,070				
	2006	0,070	-0,065	0,065	0,000	1,000
2007-2006	2006	0,070				
	2007	0,070	-0,065	0,065	0,000	1,000
2008-2007	2007	0,070				
	2008	0,281	-0,182	0,603	2,309	0,147
2009-2008	2008	0,281				
	2009	0,219	-0,161	0,038	-2,646	0,118

**Quadro 2.14 – Teste t-Student para a evolução no ID<sub>IASB</sub> no sector de Serviços ao Consumidor**

		Média	Intervalo Confiança		t	Sig.
			Inferior	Superior		
2004-2003	2003	0,146				
	2004	0,143	-0,082	0,076	-0,086	0,934
2005-2004	2004	0,143				
	2005	0,257	-0,022	0,250	1,938	0,089
2006-2005	2005	0,257				
	2006	0,246	-0,050	0,026	-0,710	0,498
2007-2006	2006	0,246				
	2007	0,330	0,037	0,133	4,051	0,004
2008-2007	2007	0,330				
	2008	0,368	-0,005	0,081	2,036	0,076
2009-2008	2008	0,368				
	2009	0,363	-0,082	0,070	-0,177	0,864

**Quadro 2.15 – Teste t-Student para a evolução no ID<sub>IASB</sub> no sector de Telecomunicações**

		Média	Intervalo Confiança		t	Sig.
			Inferior	Superior		
2004-2003	2003	0,368				
	2004	0,355	-0,849	0,823	-0,200	0,874
2005-2004	2004	0,355				
	2005	0,500	-0,357	0,646	3,667	0,170
2006-2005	2005	0,500*				
	2006	0,447*				
2007-2006	2006	0,447				
	2007	0,513	-0,101	0,233	5,000	0,126
2008-2007	2007	0,513				
	2008	0,553	-0,462	0,541	1,000	0,500
2009-2008	2008	0,553				
	2009	0,513	-0,875	0,796	-0,600	0,656

\*Não foram estimados os resultados do teste t porque o desvio padrão da diferença é igual a zero

**Quadro 2.16 – Teste t-Student para a evolução no ID<sub>IASB</sub> no sector Financeiro**

		Média	Intervalo Confiança		t	Sig.
			Inferior	Superior		
2004-2003	2003	0,417				
	2004	0,361	-0,104	-0,009	-2,905	0,027
2005-2004	2004	0,361				
	2005	0,470	0,030	0,188	3,386	0,015
2006-2005	2005	0,470				
	2006	0,477	-0,081	0,096	0,208	0,842
2007-2006	2006	0,477				
	2007	0,530	0,008	0,097	2,898	0,027
2008-2007	2007	0,530				
	2008	0,571	0,000	0,083	2,420	0,052
2009-2008	2008	0,571				
	2009	0,609	-0,030	0,105	1,369	0,220

**Quadro 2.17 – Teste t-Student para a evolução no ID<sub>IASB</sub> no sector de Tecnologias**

		Média	Intervalo Confiança		t	Sig.
			Inferior	Superior		
2004-2003	2003	0,000*				
	2004	0,000*				
2005-2004	2004	0,000				
	2005	0,053	-0,078	0,183	1,732	0,225
2006-2005	2005	0,053				
	2006	0,061	-0,091	0,109	0,378	0,742
2007-2006	2006	0,061				
	2007	0,096	-0,065	0,135	1,512	0,270
2008-2007	2007	0,096				
	2008	0,140	-0,032	0,119	2,500	0,130
2009-2008	2008	0,140				
	2009	0,140	-0,236	0,236	0,000	1,000

\*Não foram estimados os resultados do teste t porque o desvio padrão da diferença é igual a zero

Pela análise dos quadros anteriores podem retirar-se as seguintes conclusões:

- no sector de materiais básicos verifica-se, curiosamente, uma diminuição estatisticamente significativa no nível de divulgação no par de exercícios 2008-2009 (*p value* <0,05). Este resultado pode, eventualmente, justificar-se pelo facto de estas empresas terem utilizado menos instrumentos derivados durante o exercício de 2009, comparativamente ao exercício económico anterior;
- no sector de Indústria, pode rejeitar-se a hipótese de igualdade entre as médias (*p value* <0,05) para os pares de exercícios 2003-2004 e 2004-2005, não existindo evidência empírica de qualquer evolução nos restantes exercícios económicos, podendo, contudo, concluir-se que a obrigatoriedade de adopção do normativo do IASB, a partir de 2005, teve influência no nível de divulgação de informação;
- no sector dos serviços ao consumidor, pode rejeitar-se a hipótese de igualdade entre as médias (*p value* <0,05) no par de exercícios 2006-2007, podendo concluir-se que a obrigatoriedade de adopção da NIRF 7 poderá ter influenciado o nível de divulgação;
- no sector financeiro, pode rejeitar-se a hipótese de igualdade entre as médias (*p value* <0,05) para os pares de exercícios 2003-2004, 2004-2005 e 2006-2007, não existindo evidência empírica de qualquer evolução nos restantes exercícios económicos. Todavia, no par de exercícios 2003-2004, verifica-se uma diminuição no nível de divulgação, o que também poderá ser explicado por uma eventual redução no nível de utilização de instrumentos derivados. Nos pares de exercícios 2004-2005 e 2006-2007, verifica-se uma

evolução positiva no nível de divulgação, podendo, por isso, concluir-se que a obrigatoriedade de adopção do normativo do IASB, a partir de 2005, e da NIRF 7, a partir de 2007, teve influência no nível de divulgação de informação;

- nos restantes sectores económicos não é possível rejeitar a hipótese de igualdade entre as médias para qualquer dos pares de exercícios considerados.

Em resumo, pode concluir-se que é no sector financeiro que se obtém maior evidência empírica da influência do normativo do IASB no nível de divulgação de informação ao longo do período analisado. Estes resultados são consistentes com a Teoria de Legitimidade, uma vez que estas empresas, estando mais sujeitas a uma maior atenção por parte das entidades reguladoras e do público em geral, poderão estar mais preocupadas em legitimar-se, divulgando informação mais detalhada sobre as operações levadas a cabo nos mercados de derivados. Todavia, nos sectores da Indústria e dos Serviços ao Consumidor existe também alguma evidência empírica daquela influência.

### c) Evolução nos sub-índices de divulgação

Fazendo, agora, corresponder a cada categoria de informação um sub-índice de divulgação, foram calculados os valores máximos, mínimos e médios para cada deles, conforme quadros 2.18 a 2.25.

**Quadro 2.18 – Medidas Estatísticas sobre o ID<sub>IASB</sub> 1**

		Máximo	Mínimo	Média do total das empresas	Média das empresas divulgadoras
ID <sub>IASB</sub> 1	2003	1	0,00	0,22	0,49
	2004	0,83	0,00	0,29	0,51
	2005	0,83	0,00	0,39	0,53
	2006	0,83	0,17	0,46	0,56
	2007	0,83	0,17	0,49	0,58
	2008	0,83	0,17	0,57	0,64
	2009	1,00	0,00	0,54	0,60



**Quadro 2.19 – Medidas Estatísticas sobre o ID<sub>IASB</sub> 2**

		Máximo	Mínimo	Média do total das empresas	Média das empresas divulgadoras
<b>ID<sub>IASB</sub> 2</b>	2003	1	0,00	0,2	0,43
	2004	0,88	0,00	0,22	0,39
	2005	0,88	0,00	0,27	0,36
	2006	1,00	0,00	0,30	0,37
	2007	1,00	0,00	0,45	0,53
	2008	1,00	0,25	0,59	0,64
	2009	1,00	0,00	0,53	0,59

**Quadro 2.20 – Medidas Estatísticas sobre o ID<sub>IASB</sub> 3**

		Máximo	Mínimo	Média do total das empresas	Média das empresas divulgadoras
<b>ID<sub>IASB</sub> 3</b>	2003	1	0,00	0,22	0,48
	2004	1,00	0,00	0,21	0,37
	2005	1,00	0,00	0,46	0,62
	2006	1,00	0,00	0,43	0,53
	2007	1,00	0,00	0,48	0,57
	2008	1,00	0,00	0,66	0,74
	2009	1,00	0,00	0,68	0,76

**Quadro 2.21 – Medidas Estatísticas sobre o ID<sub>IASB</sub> 4.1**

		Máximo	Mínimo	Média do total das empresas	Média das empresas divulgadoras
<b>ID<sub>IASB</sub> 4.1</b>	2003	1	0,00	0,26	0,58
	2004	1,00	0,00	0,31	0,55
	2005	1,00	0,00	0,52	0,70
	2006	1,00	0,00	0,53	0,65
	2007	1,00	0,00	0,56	0,66
	2008	1,00	0,00	0,61	0,69
	2009	1,00	0,00	0,65	0,72

**Quadro 2.22 – Medidas Estatísticas sobre o ID<sub>IASB</sub> 4.2**

		Máximo	Mínimo	Média do total das empresas	Média das empresas divulgadoras
<b>ID<sub>IASB</sub> 4.2</b>	<b>2003</b>	0,14	0,00	0,08	0,02
	<b>2004</b>	0,29	0,00	0,02	0,03
	<b>2005</b>	0,57	0,00	0,08	0,10
	<b>2006</b>	0,43	0,00	0,07	0,09
	<b>2007</b>	0,57	0,00	0,09	0,10
	<b>2008</b>	0,57	0,00	0,11	0,13
	<b>2009</b>	0,57	0,00	0,13	0,15

**Quadro 2.23 – Medidas Estatísticas sobre o ID<sub>IASB</sub> 4.3**

		Máximo	Mínimo	Média do total das empresas	Média das empresas divulgadoras
<b>ID<sub>IASB</sub> 4.3</b>	<b>2003</b>	0	0,00	0	0,00
	<b>2004</b>	1,00	0,00	0,05	0,09
	<b>2005</b>	1,00	0,00	0,17	0,23
	<b>2006</b>	1,00	0,00	0,19	0,23
	<b>2007</b>	1,00	0,00	0,21	0,24
	<b>2008</b>	1,00	0,00	0,17	0,19
	<b>2009</b>	1,00	0,00	0,22	0,24

**Quadro 2.24 – Medidas Estatísticas sobre o ID<sub>IASB</sub> 4.4**

		Máximo	Mínimo	Média do total das empresas	Média das empresas divulgadoras
<b>ID<sub>IASB</sub> 4.4</b>	<b>2003</b>	0,25	0,00	0,05	0,01
	<b>2004</b>	0,50	0,00	0,03	0,06
	<b>2005</b>	0,50	0,00	0,04	0,05
	<b>2006</b>	0,25	0,00	0,02	0,03
	<b>2007</b>	0,50	0,00	0,04	0,05
	<b>2008</b>	0,75	0,00	0,05	0,05
	<b>2009</b>	0,75	0,00	0,04	0,04

**Quadro 2.25 – Medidas Estatísticas sobre o ID<sub>IASB</sub> 5**

		Máximo	Mínimo	Média do total das empresas	Média das empresas divulgadoras
<b>ID<sub>IASB</sub> 5</b>	<b>2003</b>	0,75	0,00	0,11	0,25
	<b>2004</b>	0,75	0,00	0,12	0,21
	<b>2005</b>	1,00	0,00	0,27	0,36
	<b>2006</b>	0,75	0,00	0,27	0,33
	<b>2007</b>	0,75	0,00	0,35	0,41
	<b>2008</b>	1,00	0,00	0,42	0,48
	<b>2009</b>	0,75	0,00	0,42	0,47

Constata-se que os valores médios dos vários sub-índices considerados são também crescentes ao longo dos seis exercícios considerados, comprovando que as empresas se preocupam em fornecer, cada vez mais, informação detalhada sobre os instrumentos derivados utilizados.

Os sub-índices, que apresentam valores médios mais elevados são os ID<sub>IASB</sub> 1, ID<sub>IASB</sub> 2, ID<sub>IASB</sub> 3 e ID<sub>IASB</sub> 4.1, que apresentam valores médios aproximados, seguidos do ID<sub>IASB</sub> 5, indicando que as empresas se preocupam em fornecer informação relacionada com as políticas contabilísticas adoptadas no tratamento das operações com instrumentos derivados, com os riscos incorridos, com o justo valor e com operações de cobertura de risco em geral. De facto, todas as empresas não financeiras analisadas, que divulgam informação sobre instrumentos derivados, declaram que o fazem apenas com o objectivo de efectuar coberturas de risco e nunca por motivos de especulação.

Todavia, conforme se comprova pelos resultados obtidos, a informação divulgada sobre as operações de cobertura de risco é, essencialmente, de carácter geral (ID<sub>IASB</sub> 4.1), sendo a informação acerca de cada um dos três tipos de cobertura previstos na NIC 39, do IASB (ID<sub>IASB</sub> 4.2, ID<sub>IASB</sub> 4.3 e ID<sub>IASB</sub> 4.4), ainda, muito escassa, apesar de se notar alguma evolução positiva ao longo dos sete exercícios analisados.

Estes resultados merecem a atenção das entidades reguladoras, uma vez que o nível médio de divulgação dos vários sub-índices considerados é, ainda, relativamente reduzido, levando-nos a concluir pela necessidade de reforço dos mecanismos de *enforcement*, no sentido de incentivar as entidades a revelar toda a informação relevante sobre as suas operações com instrumentos derivados.

No que concerne às actividades de cobertura de risco, é provável que os baixos índices de divulgação, observados nos três tipos de cobertura de risco, previstos na NIC 39 do IASB, se justifiquem devido à falta de cumprimento com os requisitos necessários para que determinadas operações se qualifiquem para efeitos de contabilidade de cobertura, levando as empresas a classificá-las como operações de não cobertura. Assim, esperamos que este problema seja ultrapassado com a aprovação, por parte do IASB (e posterior adopção pela UE), das alterações propostas no seu recente *Exposure Draft*, o qual prevê simplificar os critérios de qualificação para efeitos de contabilidade de cobertura.

Uma vez que se esperava que, devido à obrigatoriedade de adopção da NIRF 7, a partir de 2007, se verificasse uma variação significativa no nível de informação divulgada sobre riscos (hipótese A3), efectua-se um teste às médias, em dois exercícios consecutivos, para o período analisado, para cada um dos sub-índices considerados. Para o efeito aplicou-se o teste t-*Student*, para duas amostras emparelhadas, a fim de testar a igualdade das médias, entre dois exercícios consecutivos, conforme quadros 2.26 a 2.33, tendo em consideração apenas as 39 empresas que se mantiveram cotadas ao longo de todo o período de análise.

**Quadro 2.26 – Teste t-*Student* relativo ao ID<sub>IASB</sub> 1**

		Média	Intervalo Confiança		t	Sig.
			Inferior	Superior		
<b>2004-2003</b>	2003	0,274				
	2004	0,299	-0,026	0,078	1,000	0,324
<b>2005-2004</b>	2004	0,299				
	2005	0,380	0,021	0,142	2,714	0,010
<b>2006-2005</b>	2005	0,380				
	2006	0,457	0,025	0,129	2,974	0,005
<b>2007-2006</b>	2006	0,457				
	2007	0,474	-0,025	0,060	0,813	0,421
<b>2008-2007</b>	2007	0,474				
	2008	0,568	0,030	0,158	2,966	0,005
<b>2009-2008</b>	2008	0,568				
	2009	0,547	-0,071	0,028	-0,868	0,391

**Quadro 2.27 – Teste t-Student relativo ao ID<sub>IASB</sub> 2**

		Média	Intervalo Confiança		t	Sig.
			Inferior	Superior		
2004-2003	2003	0,240				
	2004	0,244	-0,039	0,045	0,154	0,878
2005-2004	2004	0,244				
	2005	0,295	-0,002	0,104	1,952	0,058
2006-2005	2005	0,295				
	2006	0,301	-0,035	0,048	0,313	0,756
2007-2006	2006	0,301				
	2007	0,433	0,070	0,192	4,367	0,000
2008-2007	2007	0,433				
	2008	0,593	0,095	0,225	4,988	0,000
2009-2008	2008	0,593				
	2009	0,535	-0,111	-0,004	-2,192	0,035

**Quadro 2.28 – Teste t-Student relativo ao ID<sub>IASB</sub> 3**

		Média	Intervalo Confiança		t	Sig.
			Inferior	Superior		
2004-2003	2003	0,256				
	2004	0,218	-0,132	0,055	-0,829	0,412
2005-2004	2004	0,218				
	2005	0,462	0,110	0,377	3,696	0,001
2006-2005	2005	0,462				
	2006	0,449	-0,092	0,066	-0,330	0,744
2007-2006	2006	0,449				
	2007	0,449	-0,098	0,098	0,000	1,000
2008-2007	2007	0,449				
	2008	0,641	0,097	0,288	4,071	0,000
2009-2008	2008	0,641				
	2009	0,692	-0,021	0,124	1,433	0,160

**Quadro 2.29 – Teste t-Student relativo ao ID<sub>IASB</sub> 4.1**

		Média	Intervalo Confiança		t	Sig.
			Inferior	Superior		
2004-2003	2003	0,308				
	2004	0,318	-0,059	0,080	0,298	0,767
2005-2004	2004	0,318				
	2005	0,508	0,082	0,298	3,549	0,001
2006-2005	2005	0,508				
	2006	0,523	-0,062	0,093	0,400	0,691
2007-2006	2006	0,523				
	2007	0,538	-0,062	0,093	0,400	0,691
2008-2007	2007	0,538				
	2008	0,590	-0,042	0,145	1,108	0,275
2009-2008	2008	0,590				
	2009	0,646	-0,036	0,149	1,230	0,226

**Quadro 2.30 – Teste t-Student relativo ao ID<sub>IASB</sub> 4.2**

		Média	Intervalo Confiança		t	Sig.
			Inferior	Superior		
2004-2003	2003	0,007				
	2004	0,018	-0,009	0,031	1,138	0,262
2005-2004	2004	0,018				
	2005	0,059	-0,002	0,083	1,923	0,062
2006-2005	2005	0,059				
	2006	0,055	-0,038	0,031	-0,216	0,831
2007-2006	2006	0,055				
	2007	0,073	-0,017	0,054	1,044	0,303
2008-2007	2007	0,073				
	2008	0,106	-0,011	0,077	1,503	0,141
2009-2008	2008	0,106				
	2009	0,110	-0,029	0,036	0,227	0,822

**Quadro 2.31 – Teste t-Student relativo ao ID<sub>IASB</sub> 4.3**

		Média	Intervalo Confiança		t	Sig.
			Inferior	Superior		
2004-2003	2003	0,000				
	2004	0,064	-0,012	0,140	1,707	0,096
2005-2004	2004	0,064				
	2005	0,192	0,032	0,225	2,693	0,010
2006-2005	2005	0,192				
	2006	0,218	-0,038	0,089	0,813	0,421
2007-2006	2006	0,218				
	2007	0,231	-0,013	0,039	1,000	0,324
2008-2007	2007	0,231				
	2008	0,218	-0,058	0,033	-0,572	0,570
2009-2008	2008	0,218				
	2009	0,244	-0,011	0,062	1,433	0,160

**Quadro 2.32 – Teste t-Student relativo ao ID<sub>IASB</sub> 4.4**

		Média	Intervalo Confiança		t	Sig.
			Inferior	Superior		
2004-2003	2003	0,006				
	2004	0,038	-0,006	0,070	1,707	0,096
2005-2004	2004	0,038				
	2005	0,045	-0,037	0,050	0,298	0,767
2006-2005	2005	0,045				
	2006	0,026	-0,058	0,020	-1,000	0,324
2007-2006	2006	0,026				
	2007	0,038	-0,019	0,045	0,813	0,421
2008-2007	2007	0,038				
	2008	0,038	-0,049	0,049	0,000	1,000
2009-2008	2008	0,038				
	2009	0,026	-0,039	0,013	-1,000	0,324

**Quadro 2.33 – Teste t-Student relativo ao ID<sub>IASB</sub> 5**

		Média	Intervalo Confiança		t	Sig.
			Inferior	Superior		
2004-2003	2003	0,141				
	2004	0,135	-0,050	0,037	-0,298	0,767
2005-2004	2004	0,135				
	2005	0,250	0,037	0,194	2,974	0,005
2006-2005	2005	0,250				
	2006	0,263	-0,024	0,050	0,703	0,487
2007-2006	2006	0,263				
	2007	0,340	0,012	0,142	2,403	0,021
2008-2007	2007	0,340				
	2008	0,417	0,024	0,130	2,933	0,006
2009-2008	2008	0,417				
	2009	0,423	-0,054	0,067	0,216	0,831

Pela análise dos quadros anteriores verifica-se o seguinte:

- Relativamente ao ID<sub>IASB</sub> 1 pode rejeitar-se a hipótese de igualdade entre as médias (*p value* <0,05) para os pares de exercícios de 2004-2005, 2005-2006 e 2007-2008, comprovando-se que a adopção do normativo do IASB, a partir de 2005, influenciou o nível de divulgação de informação sobre políticas contabilísticas, tendo-se verificado, contudo, um aumento mais significativo em 2008;
- Relativamente ao ID<sub>IASB</sub> 2, tal como se esperava, rejeita-se a hipótese de igualdade entre as médias (*p value* <0,05) para os pares de exercícios de 2006-2007, 2007-2008, comprovando-se que a adopção da NIRF 7, a partir de 2007, influenciou o nível de divulgação de informação sobre riscos, validando-se a hipótese A3. Todavia, verifica-se uma diminuição no nível de divulgação no par de exercícios 2008-2009, que possivelmente se justifica pelo facto de as empresas recearem pôr em causa a sua legitimidade, divulgando informação sobre riscos incorridos neste tipo de operações, num momento em que ainda se discute, a nível internacional, as causas e consequências da mais recente crise financeira internacional;
- Em relação ao ID<sub>IASB</sub> 3, verifica-se a rejeição da hipótese de igualdade entre as médias (*p value* <0,05) para os pares de exercícios de 2004-2005 e 2007-2008, comprovando-se, que a adopção do normativo do IASB, a partir de 2005, influenciou o nível de divulgação de informação sobre operações que não se qualificam para efeitos de cobertura de risco, tendo-se verificado novo aumento no exercício de 2008, que poderá justificar-se pela obrigatoriedade de adopção da NIRF 7, a partir de 2007.



- Em relação aos ID<sub>IASB</sub> 4.1 e ID<sub>IASB</sub> 4.3, verifica-se a rejeição da hipótese de igualdade entre as médias ( $p\ value < 0,05$ ) apenas para o par de exercícios de 2004-2005, comprovando-se, que a adopção do normativo do IASB, a partir de 2005, influenciou o nível de divulgação de informações gerais sobre cobertura de risco e sobre cobertura de justo valor;
- Relativamente ao ID<sub>IASB</sub> 5 pode rejeitar-se a hipótese de igualdade entre as médias ( $p\ value < 0,05$ ) para os pares de exercícios de 2004-2005, 2006-2007 e 2007-2008, comprovando-se que a adopção do normativo do IASB, a partir de 2005, influenciou o nível de divulgação de informação sobre justo valor;
- Finalmente, relativamente aos ID<sub>IASB</sub> 4.2 e ID<sub>IASB</sub> 4.4, para todos os pares de exercícios considerados, a hipótese de igualdade entre as médias não pode ser rejeitada ( $p\ value > 0,05$ ), indicando que o nível de divulgação de informação sobre cobertura de fluxos de tesouraria e sobre cobertura de investimentos líquidos em entidades estrangeiras, respectivamente, não sofreu variações significativas ao longo do período considerado.

Em resumo pode concluir-se que a obrigatoriedade de adopção do normativo do IASB, a partir de 2005, teve influência no nível de divulgação de informação sobre:

- políticas contabilísticas;
- operações que não se qualificam para efeitos de cobertura de risco;
- informações gerais sobre cobertura de risco;
- coberturas de justo valor; e
- justo valor.

Por outro lado, comprova-se que a obrigatoriedade de adopção da NIRF 7, a partir de 2007, teve influência no nível de divulgação de informação sobre riscos, podendo validar-se a hipótese A3.

Para além disso, verifica-se um aumento, estatisticamente significativo, no nível de informação divulgada, no exercício de 2008, sobre políticas contabilísticas, justo valor e operações que não se qualificam para efeitos de cobertura de risco, que também poderão ser explicados pela obrigatoriedade de adopção do normativo do IASB, a partir de 2005 e da NIRF 7, a partir do exercício anterior.

Conclui-se, todavia, que as empresas cotadas na *Euronext Lisbon* não disponibilizam, ainda, informação detalhada sobre os três tipos de cobertura de risco, previstos na NIC 39 do IASB, não se podendo comprovar estatisticamente qualquer evolução positiva no nível de

informação divulgada ao longo do período analisado. Este resultado merece a atenção das entidades reguladoras, uma vez que revela a necessidade de reforço dos mecanismos de *enforcement*, no sentido de promover a divulgação de informação mais detalhada sobre as operações de cobertura de risco efectuadas.

Os resultados do nosso estudo são consistentes com os resultados de Lemos e Rodrigues (2007a e 2007b), que já haviam verificado uma evolução significativa na quantidade de informação divulgada sobre instrumentos derivados entre o exercício económico de 2001 e o exercício económico de 2004, para as empresas cotadas na bolsa de valores, em Portugal.

São também consistentes com os resultados obtidos por Chalmers (2001), Chalmers e Godfrey (2004) e Darus e Taylor (2009) que verificam um aumento estatisticamente significativo no nível de informação divulgada após a alteração no regime de divulgação de informação. Chalmers (2001) obtém evidência empírica de uma evolução positiva no nível de divulgação de informação sobre instrumentos derivados, entre 1992 e 1997, sendo essa diferença particularmente notória nos exercícios em que se verifica a alteração de regime, de voluntário para recomendável e de recomendável para obrigatório.

Chalmers e Godfrey (2004), também verificam um aumento significativo no nível de divulgação, entre os exercícios de 1992 e 1996, sendo esse aumento estatisticamente significativo em 1995, sugerindo que a publicação da norma da *Australian Society Corporate Treasurers* (ASCT)<sup>70</sup> ou do ED 65<sup>71</sup> do AASB influenciaram o nível de divulgação.

Darus e Taylor (2009) verificam que a informação acerca de itens obrigatórios e voluntários cresceu significativamente após a entrada em vigor da AASB 1033<sup>72</sup>, na Austrália, e Hassan, *et al.* (2009) comprovam empiricamente que a implementação da *Malayasion Accounting Standards Board* (MASB) 24<sup>73</sup>, na Malásia, representa um factor explicativo do nível de divulgação de informação sobre instrumentos derivados.

Por outro lado, os nossos resultados são ainda consistentes com os resultados obtidos por outros autores (Edwards e Eller, 1995; Roulstone, 1999; Mir Fernández, *et al.*, 2006; Hassan, *et al.*, 2006/2007) que, apesar de não testarem empiricamente o efeito da adopção de determinada norma na quantidade de informação divulgada, também obtiveram

---

<sup>70</sup> A ASCT publicou uma norma (*industry statement*) especificando regras de aplicação voluntária para a divulgação de informação sobre instrumentos financeiros derivados.

<sup>71</sup> ED 65 do AASB – *Presentation and disclosure of financial instruments*.

<sup>72</sup> AASB 1033 – *Presentation and disclosure of financial instruments*.

<sup>73</sup> MASB 24 – *Financial instruments: disclosure and presentation*.

evidência empírica de um aumento no nível de divulgação ao longo dos respectivos períodos de análise.

Para além disso, estes resultados são consistentes com os postulados da Teoria Institucional, uma vez que se verifica, ao longo do período de análise, um aumento gradual no número de empresas que divulgam informação sobre instrumentos derivados e um aumento também no número de itens divulgados, indicadores de existência de isomorfismo institucional, em resultado da pressão exercida pelos agentes externos e pela obrigatoriedade de adopção do normativo do IASB.

Por outro lado, o aumento verificado no nível de divulgação de informação ao longo dos anos, especialmente no que se refere à divulgação de informação sobre riscos, é também consistente com as Teorias de Sinalização e de Legitimidade, uma vez que as empresas poderão ter optado por passar a divulgar, ou aumentar o número de itens divulgados, sobre operações com instrumentos derivados, como uma forma de envio de sinais para o mercado e de legitimação.

Contudo, tendo em consideração a “má fama”, associada aos instrumentos derivados, o facto de o nível médio de divulgação não ser muito elevado e de se verificarem níveis médios bastante baixos, em alguns dos sub-índices de divulgação, poderá ser explicado pela Teoria dos *Proprietary Costs*, uma vez que as empresas poderão recear a utilização indevida de algumas informações divulgadas.

## 4. Estudo dos determinantes do nível de divulgação de informação sobre instrumentos derivados

### 4.1. Caracterização da amostra

#### 4.1.1. Composição da amostra

Tendo como principal objectivo, identificar os factores determinantes do nível de divulgação de informação sobre instrumentos derivados, a amostra utilizada neste estudo é composta por um painel, não balanceado<sup>74</sup>, constituído por todas as empresas cotadas na *Euronext Lisbon*, abrangendo o período de 2003 a 2009, num total de 355 observações.

#### 4.1.2. Caracterização das empresas que compõem a amostra

Efectua-se, neste ponto, uma caracterização das empresas que compõem a amostra.

##### a) Sector de actividade

As empresas que constituem a amostra repartem-se pelos vários sectores de actividade conforme quadro seguinte.

Quadro 2.34 – Caracterização da amostra em função do sector de actividade

	N	%
Gás, Petróleo e Energia	16	4,5
Materiais Básicos	42	11,8
Indústria	97	27,3
Bens de Consumo	25	7,0
Serviços ao consumidor	77	21,7
Telecomunicações	14	3,9
Financeiro	56	15,8
Tecnologia	28	7,9
Total	355	100,0

Apresenta-se, de seguida, uma caracterização das empresas que compõem a amostra, tendo em consideração os factores identificados nas hipóteses previamente formuladas.

##### b) Tamanho

Em relação ao tamanho, conforme se pode verificar, através da análise do quadro seguinte, as empresas analisadas apresentam um valor médio de total de activo de cerca de 19.000 milhões de euros.

<sup>74</sup> Uma vez que o número de empresas não é constante ao longo dos sete exercícios analisados.

**Quadro 2.35 – Caracterização da amostra em função do tamanho**

	N	Mínimo	Máximo	Média	Desvio Padrão
Total de Activo	355	27.768,00	1.110.529.458.000,00	19.781.257.105,95	99.779.843.984,94

*c) Concentração de capital*

No que concerne ao nível de concentração do capital, verifica-se, através do quadro seguinte, que o valor mínimo se situa nos 8,45% e o valor máximo nos 99,85%, sendo o valor médio de 61,77%, indicando que as empresas que constituem a amostra apresentam níveis de concentração de capital elevados.

**Quadro 2.36 – Caracterização da amostra em função da percentagem de acções detidas pelos 3 principais accionistas**

	N	Mínimo	Máximo	Média	Desvio Padrão
Concentração Capital	353	8,45%	99,85%	61,77%	21,57%

*d) Participação dos órgãos de administração e fiscalização no capital*

Relativamente à participação dos órgãos de administração e fiscalização no capital da empresa, verifica-se (através do quadro 2.37) um valor médio bastante reduzido, indicando que a participação destes órgãos no capital das empresas que compõem a amostra não é significativa.

**Quadro 2.37 – Caracterização da amostra em função da percentagem de acções detidas pelos órgãos de administração e fiscalização**

	N	Mínimo	Máximo	Média	Desvio Padrão
% Acções detidas por órgãos de administração e fiscalização	349	0,00%	73%	6%	13%

*e) Rentabilidade*

A rentabilidade das empresas que compõem a amostra, medida através da rentabilidade do activo, situa-se entre os -82,85% e os 16,12%, com um valor médio de 0,52% (conforme quadro seguinte).

**Quadro 2.38 – Caracterização da amostra em função da rentabilidade do activo**

	N	Mínimo	Máximo	Média	Desvio Padrão
ROA	355	-82,85%	16,12%	0,52%	8,38%

*f) Endividamento*

Em relação ao endividamento das empresas, o valor médio situa-se nos 556,38%, sendo o valor máximo de 9387,15% e o valor mínimo de -8.179,27%.

**Quadro 2.39 – Caracterização da amostra em função do nível de endividamento (END)**

	N	Mínimo	Máximo	Média	Desvio Padrão
Passivo/Capital Próprio x 100	355	-8179,27%	9387,15%	556,38%	1052,79%

*g) Directores Independentes*

Relativamente à percentagem de directores independentes no Conselho de Administração, as empresas analisadas apresentam um valor médio de 29,12% (conforme quadro 2.40), o que vai de encontro às recomendações da Comissão de Mercado de Valores Mobiliários.

**Quadro 2.40 – Caracterização da amostra em função da percentagem de directores independentes no Conselho de Administração**

	N	Mínimo	Máximo	Média	Desvio Padrão
Directores Independentes	343	0,00%	100,00%	29,12%	25,96%

*h) Investigação & Desenvolvimento*

No que concerne à divulgação de informação relacionada com actividades de I&D, verifica-se, através do quadro seguinte, que mais de metade das empresas (56,62%) declara o envolvimento neste tipo de actividades.

**Quadro 2.41 – Caracterização da amostra em função da divulgação sobre I&D**

	N	%
Não	153	43,10%
Sim	202	56,90%
<b>Total</b>	<b>355</b>	<b>100%</b>

*i) Qualidade do auditor externo (AUD)*

Pela análise do quadro seguinte, verifica-se que cerca de 72% das empresas que compõem a amostra recorre a uma das *Big 4* para proceder à emissão do relatório de auditoria externo.

**Quadro 2.42 – Caracterização da amostra em função do tipo de auditor externo**

	N	%
Não	99	27,89%
Sim	256	72,11%
<b>Total</b>	<b>355</b>	<b>100%</b>

*j) Aumento de Capital*

Durante o período em análise, cerca de 17% das empresas procedeu a emissão de novas acções para aumento do seu capital social, conforme se pode verificar no quadro seguinte.

**Quadro 2.43 – Caracterização da amostra em função do aumento de capital**

	N	%
Não	293	82,54%
Sim	62	17,46%
<b>Total</b>	<b>355</b>	<b>100%</b>

k) *Existência de sistemas de incentivos baseados em acções*

Verifica-se, pela análise do quadro seguinte, que 100 das 355 empresas (representativas de 28%) possuem sistemas de incentivos baseados em acções.

**Quadro 2.44 – Caracterização da amostra em função da existência de sistemas de incentivos baseados em acções**

	N	%
Não	255	71,83%
Sim	100	28,17%
<b>Total</b>	<b>355</b>	<b>100%</b>

l) *Sector económico*

Das empresas que compõem a amostra, 15,77% (num total de 56 empresas) pertencem ao sector financeiro e 84,23% são empresas não financeiras (conforme quadro 2.45).

**Quadro 2.45 – Caracterização da amostra em função do sector económico (financeiro/não financeiro)**

	N	%
Não	299	84,23%
Sim	56	15,77%
<b>Total</b>	<b>355</b>	<b>100%</b>

m) *Rácio market-to-book value*

Relativamente ao coeficiente *market-to-book value*, verifica-se que o valor do mesmo oscila entre os -26,09 e os 687,5, apresentando um valor médio de 5,04.

**Quadro 2.46 – Caracterização da amostra em função do valor do coeficiente *market to book value***

	N	Mínimo	Máximo	Média	Desvio Padrão
<i>Market to Book value</i>	352	-26,09	687,5	5,04	43,95

n) *Notoriedade da empresa*

Observa-se, pelos valores apresentados no quadro seguinte, que cerca de 39% das empresas analisadas pertence ao índice PSI 20.

**Quadro 2.47 – Caracterização da amostra em função do PSI 20**

	N	%
Não	216	60,85%
Sim	139	39,15%
<b>Total</b>	<b>355</b>	<b>100%</b>

*o) Exercício económico*

No que concerne à distribuição da amostra em função do exercício económico, verifica-se, através da análise dos quadros seguintes (quadros 2.48 e 2.49), que 71,55% das observações são posteriores a 2004 e que 43,49% são posteriores a 2006.

**Quadro 2.48 – Caracterização da amostra em função do exercício de 2004**

Posterior a 2004	N	%
Não	101	28,45%
Sim	254	71,55%
<b>Total</b>	<b>355</b>	<b>100%</b>

**Quadro 2.49 – Caracterização da amostra em função do exercício de 2006**

Posterior a 2006	N	%
Não	199	56,06%
Sim	156	43,94%
<b>Total</b>	<b>355</b>	<b>100%</b>

## 4.2. Resultados de investigação

Apresentam-se, de seguida, os resultados da investigação, efectuando-se, em primeiro lugar, uma análise descritiva da informação divulgada e, posteriormente, identificam-se os determinantes de divulgação de informação sobre instrumentos derivados, com recurso à análise univariada e à análise multivariada.

### 4.2.1. Análise descritiva dos resultados

Da totalidade das empresas que constituem a amostra, 264, representativas de 74,73%, divulgam algum tipo de informação sobre instrumentos derivados, enquanto 91 empresas (representativas de 25,63%) não apresentam qualquer informação sobre operações com instrumentos derivados (conforme quadro 2.50).

**Quadro 2.50 – Distribuição da amostra em função da divulgação de informação**

Divulga	N	%
Não	91	25,63%
Sim	264	74,37%
<b>Total</b>	<b>355</b>	<b>100,00%</b>



As empresas que divulgam e não divulgam informação relativa a operações com instrumentos derivados repartem-se pelos diferentes sectores de actividade da seguinte forma (quadro 2.51):

**Quadro 2.51 – Empresas divulgadoras/não divulgadoras por sector de actividade**

Sector	Divulga/Não Divulga				
	N	Não	%	Sim	
Gás, Petróleo e Energia	16	0	0%	16	100%
Materiais Básicos	42	14	33%	28	67%
Indústria	97	32	33%	65	67%
Bens de Consumo	25	12	48%	13	52%
Serviços ao consumidor	77	16	21%	61	79%
Telecomunicações	14	0	0%	14	100%
Financeiro	56	0	0%	56	100%
Tecnologia	28	17	61%	11	39%
	355	91	26%	264	74%

Conforme se verifica, pela análise do quadro, os sectores de gás, petróleo e energia, telecomunicações e financeiro são os que apresentam maior percentagem de divulgação, uma vez que todas as empresas são divulgadoras de informação sobre instrumentos derivados. O sector que apresenta menor percentagem de empresas divulgadoras é o sector de tecnologia.

Fazendo, agora, corresponder a cada categoria de informação um sub-índice de divulgação, foram calculados os valores máximos, mínimos e médios, tanto para o ID<sub>IASB</sub> global, como para cada um dos sub-índices de divulgação considerados, conforme consta do quadro 2.52:

**Quadro 2.52 – Medidas estatísticas sobre o ID<sub>IASB</sub> – considerando todas as empresas**

	Mínimo	Máximo	Média	Desvio Padrão
ID	0,00	0,76	0,29	0,23
ID1 – Políticas contabilísticas	0,00	1,00	0,42	0,30
ID2 – Informação específica sobre riscos	0,00	1,00	0,37	0,32
ID3 – Operações que não se qualificam como de cobertura de risco	0,00	1,00	0,45	0,44
ID4.1 – Cobertura de risco – informações gerais	0,00	1,00	0,49	0,41
ID4.2 – Coberturas de fluxos de tesouraria	0,00	0,57	0,07	0,13
ID4.3 – Coberturas de justo valor	0,00	1,00	0,14	0,32
ID4.4 – Coberturas de investimentos em entidades estrangeiras	0,00	0,75	0,03	0,12
ID5 – Justo valor	0,00	1,00	0,28	0,27

Verifica-se que nenhuma das empresas apresenta toda a informação considerada no ID<sub>IASB</sub>. O valor médio do ID<sub>IASB</sub>, no total das empresas, é de 0,29 e o valor máximo de divulgação é de 0,76.

No que respeita a cada um dos sub-índices, aquele que apresenta valor médio mais elevado é o ID<sub>IASB</sub>4.1 (igual a 0,49), indicando que as empresas se preocupam em fornecer informações gerais sobre as operações de cobertura com instrumentos derivados, seguido do ID<sub>IASB</sub>3, relativo às operações de que não se qualificam para efeitos de contabilidade de cobertura e, posteriormente, seguido do ID<sub>IASB</sub>1, indicando que as empresas se preocupam em fornecer informação relacionada com as políticas contabilísticas adoptadas no tratamento das operações com instrumentos derivados.

De salientar que a totalidade das empresas não financeiras analisadas refere expressamente que utilizam instrumentos derivados apenas para efeitos de cobertura de risco. Assim, é provável que a maior parte das informações divulgadas, sobre operações que não se qualificam para efeitos de contabilidade de cobertura, digam respeito a operações que foram implementadas com objectivos de cobertura de risco, mas que não puderam ser contabilizadas como tal.

Os sub-índices que apresentam valores médios mais reduzidos são, precisamente, os ID<sub>IASB</sub>4.2, ID<sub>IASB</sub>4.3 e ID<sub>IASB</sub>4.4, relativos aos três tipos de cobertura de risco previstos na NIC 39 do IASB, o que nos leva a concluir que as empresas portuguesas ainda divulgam muito pouca informação sobre este tipo de operações. É importante, contudo, ter em consideração o resultado anteriormente referido, que poderá ser indicativo de que as empresas portuguesas, apesar de utilizarem instrumentos derivados para efeitos de cobertura de risco, não conseguem cumprir com os requisitos exigidos para que as essas operações possam ser contabilizadas como tal.

Verifica-se, contudo, que, relativamente aos Índices de Divulgação 1, 2, 3, 4.1, 4.3 e 5, existem empresas que divulgam sobre a totalidade dos itens considerados nessas categorias (valor máximo=1), embora, para todos os sub-índices considerados, o valor mínimo seja igual a zero. Estes resultados poderão justificar-se pelo facto de termos estimado os valores considerando a totalidade das empresas (divulgadoras e não divulgadoras), o que poderá ter conduzido à inclusão de algumas empresas que não divulgam informação sobre instrumentos derivados porque não os utilizam. Assim, no quadro 2.53, a seguir, apresentam-se as mesmas medidas estatísticas, tendo, agora, em consideração apenas as empresas divulgadoras de informação sobre instrumentos derivados.

**Quadro 2.53 – Medidas estatísticas sobre o ID<sub>IASB</sub> – considerando apenas as empresas divulgadoras**

	Mínimo	Máximo	Média	Desvio Padrão
<b>ID</b>	0,03	0,76	0,38	0,18
<b>ID1 – Políticas contabilísticas</b>	0,00	1,00	0,57	0,20
<b>ID2 – Informação específica sobre riscos</b>	0,00	1,00	0,49	0,28
<b>ID3 – Operações que não se qualificam como de cobertura de risco</b>	0,00	1,00	0,61	0,40
<b>ID4.1 – Cobertura de risco – informações gerais</b>	0,00	1,00	0,66	0,34
<b>ID4.2 – Coberturas de fluxos de tesouraria</b>	0,00	0,57	0,10	0,14
<b>ID4.3 – Coberturas de justo valor</b>	0,00	1,00	0,19	0,36
<b>ID4.4 – Coberturas de investimentos em entidades estrangeiras</b>	0,00	0,75	0,04	0,13
<b>ID5 – Justo valor</b>	0,00	1,00	0,38	0,25

Conforme se verifica, pela análise do quadro, o valor médio dos diversos sub-índices de divulgação aumenta ligeiramente, situando-se o valor médio do ID<sub>IASB</sub> em 0,38 e o valor mínimo em 0,03.

Salientamos, mais uma vez, que os valores apresentados são indicadores de níveis de divulgação bastante reduzidos, o que nos leva a concluir que as empresas portuguesas, cotadas em bolsa, não cumprem com os requisitos de divulgação contidos no normativo contabilístico em vigor.

#### 4.2.2. Análise dos determinantes do nível de divulgação

Com o objectivo de verificar a relação existente entre as variáveis independentes, apresentadas anteriormente, e a variável dependente, Índice de Divulgação (ID<sub>IASB</sub>), efectuou-se uma análise univariada, através do *software* de tratamento de dados STATA.

Deste modo, em relação às variáveis *dummy*, foram comparados os níveis médios do ID<sub>IASB</sub>, em duas amostras independentes (que variam consoante as categorias definidas para as variáveis *dummy*), determinando se as diferenças observadas se apresentavam estatisticamente significativas e em conformidade com as hipóteses formuladas. Em relação às variáveis quantitativas, procurou testar-se a existência de uma correlação significativa com o ID<sub>IASB</sub>.

No que respeita às variáveis *dummy*, uma vez que a amostra, para cada um dos grupos considerados, é constituída por mais do que 30 observações, é possível aplicar o teste paramétrico *T-Student*, para amostras independentes (Pestana e Gageiro, 2008), cujos resultados constam do quadro 2.54.

Quadro 2.54 – Resultados dos testes T

		N	Média	Desvio Padrão	t	Sig	Intervalo de Confiança
<b>I&amp;D</b>	Não	153	0,26	0,22			
	Sim	202	0,31	0,23	-1,99	0,047	]-0,095;-0,0006[
<b>Big4</b>	Não	99	0,08	0,14			
	Sim	256	0,37	0,2	-15,41	0,00	]-,327;-0,252[
<b>AumCap</b>	Não	293	0,28	0,22			
	Sim	62	0,31	0,24	-0,85	0,395	]-0,089;0,0352[
<b>SIBA</b>	Não	255	0,24	0,22			
	Sim	100	0,41	0,2	-7,11	0,00	]-0,226;-0,12825[
<b>Fin/Nfin</b>	Não	299	0,25	0,22			
	Sim	56	0,5	0,12	-12,33	0,00	]-0,288; -0,208[
<b>PSI 20</b>	Não	216	0,21	0,21			
	Sim	139	0,4	0,2	-8,58	0,00	]-0,2359;-0,1479[
<b>Pós2004</b>	Não	101	0,15	0,19			
	Sim	254	0,34	0,22	-7,78	0,00	]-0,2396;-0,1428[
<b>Pós2006</b>	Não	199	0,21	0,21			
	Sim	156	0,38	0,21	-7,789	0,00	]-0,2179;-0,1300[

Para um nível de significância de 5%, verifica-se a existência de associação entre a variável  $ID_{IASB}$  e as variáveis I&D, Big4, SIBA, Fin/NFin, PSI 20, Pós 2004 e Pós 2006, podendo concluir-se que, em média, o valor do índice será maior para as empresas que divulgam informação sobre actividades de I&D, cujo auditor externo pertence às *Big 4*, que possuem sistemas de incentivos baseados em acções, para as empresas financeiras, para as pertencentes ao PSI 20 e para as empresas cujos dados se reportam a exercícios posteriores a 2004 e posteriores a 2006 (conforme se comprova pelos respectivos intervalos de confiança).

Estes resultados são consistentes com as hipóteses formuladas, uma vez que se previa uma associação positiva entre o índice de divulgação e as variáveis I&D, Fin/NFin, PSI 20, Pós2004 e Pós2006. Contudo, a variável SIBA apresenta um resultado diferente do previsto, uma vez que, de acordo com a hipótese B10, esperava-se que o nível de divulgação fosse menor nas empresas com sistemas de incentivos baseados em acções e os resultados obtidos comprovam o contrário. Bartram, *et al.* (2009) obtiveram evidência empírica de uma associação positiva entre a existência de *stock options* e a utilização de instrumentos derivados, o que poderá justificar o resultado obtido, uma vez que é provável que as empresas que mais utilizem este tipo de instrumentos sejam também aquelas que apresentam maiores níveis de divulgação sobre os mesmos. Por outro lado, tendo em consideração a Teoria de Sinalização, os órgãos de administração das empresas que

possuem este tipo de sistemas de incentivos poderão estar mais motivados em divulgar informação sobre as operações realizadas no mercado de derivados, permitindo a percepção, por parte do mercado, da estratégia de gestão de riscos adoptada, o que poderá, eventualmente, conduzir a uma maior valorização das suas participações (ou futuras participações) no capital da sociedade.

No mesmo sentido, saliente-se, ainda, que, apesar de esperarmos que os órgãos de gestão, detentores de *stock options*, actuassem no seu próprio interesse, evitando a divulgação de informação relacionada com operações em mercados de derivados (devido aos riscos associados), de acordo com a Teoria da Agência, a existência de planos de remuneração baseados em acções, poderá, também, ser utilizada como um mecanismo de monitorização dos gestores, incentivando-os a revelar essa informação ao mercado.

Relativamente à variável Big 4, previa-se uma associação com a variável dependente, mas não se havia estimado o sinal previsto para essa associação. Verifica-se, agora, pelos resultados obtidos, que o nível médio de divulgação é maior nas empresas cujo auditor externo pertence às Big 4. Conclui-se, deste modo, que a qualidade do auditor externo influencia o nível de divulgação de informação sobre operações com instrumentos derivados e que as grandes empresas de auditoria promovem essa divulgação nas empresas que auditam.

No que respeita às variáveis quantitativas, uma vez que a amostra contempla mais do que 30 observações, foi aplicado o coeficiente de correlação de *Pearson*, cujos resultados se apresentam no quadro seguinte.

**Quadro 2.55 – Coeficiente de correlação R de *Pearson***

		ID <sub>IASB</sub>	TAM	CONC	ADM/FISC	ROA	END	DI	MBvalue
ID <sub>IASB</sub>	Coeficiente de Correlação	1	0,75	-0,192	-0,2346	0,219	0,1813	0,1127	0,089
	Sig.		0,000	0,000	0,0000	0,000	0,0006	0,0369	0,095
	N	355	355	353	349	355	355	343	352

Dos resultados obtidos pode concluir-se que, para um nível de significância igual a 5%, as variáveis independentes quantitativas TAM, CONC, ADM/FISC, ROA, END e DI apresentam correlação com a variável dependente ID<sub>IASB</sub> constituindo, portanto, factores explicativos do nível de divulgação de informação sobre instrumentos derivados. Todavia, as variáveis independentes TAM, ROA, END e DI apresentam uma correlação positiva

com a variável  $ID_{IASB}$ , e as variáveis CONC e ADM/FISC apresentam uma correlação negativa com a variável dependente.

Se aumentarmos o nível de significância para 10%, a variável MBvalue apresenta-se, também, como factor explicativo do nível de divulgação de informação, apresentando uma correlação positiva com a variável dependente.

Os resultados obtidos são consistentes com os resultados esperados e com as hipóteses formuladas. Contudo, relativamente à variável DI, apesar de se prever a existência de uma associação com a variável dependente, não havia sido possível estimar o sentido dessa associação. Confirma-se, agora, pela análise do coeficiente de correlação, que existe uma associação positiva entre as duas variáveis, indicando, de acordo com a Teoria da Agência, que os directores independentes exercem influência sobre os gestores, incentivando-os a divulgar informação sobre operações com instrumentos derivados.

No quadro 2.56 apresenta-se um resumo da análise univariada, com indicação dos factores explicativos do nível de divulgação de informação sobre instrumentos derivados.

**Quadro 2.56 – Factores Explicativos do nível de divulgação – análise univariada**

**Factores explicativos do nível de divulgação sobre instrumentos derivados**

Tamanho
Concentração de capital
Percentagem de acções detidas pelos órgãos de administração e fiscalização
Rentabilidade
Endividamento
Percentagem de directores independentes no Conselho de Administração
Tipo de auditor
Existência de sistemas de incentivos baseados em acções
Sector económico – financeiro/não financeiro
Notoriedade da empresa
Rácio <i>Market/book value</i> (para um nível de significância de 10%)
Exercícios posteriores a 2004
Exercícios posteriores a 2006
Divulgação de informação sobre I&D

A única variável que não apresenta qualquer correlação com a variável dependente é a variável AumCap, levando-nos a concluir que o facto de a empresa ter procedido a um aumento de capital no ano corrente não é factor explicativo do nível de divulgação de informação sobre instrumentos derivados. Este resultado permite-nos inferir que as empresas estudadas não esperam obter vantagens, em termos de redução dos custos de

capital, pelo facto de aumentarem o nível de divulgação nos exercícios em que procedem a emissão de novas acções.

### **Modelo de regressão linear múltipla**

A fim de complementar os resultados obtidos na análise univariada, procurou verificar-se se as relações enunciadas se mantêm no âmbito da análise multivariada. Para o efeito, desenvolveu-se um modelo de regressão linear múltipla, em consonância com as hipóteses formuladas, considerando, como variável dependente, o Índice de Divulgação ( $ID_{IASB}$ ), e que se expressa da seguinte forma (quadro 2.57):

**Quadro 2.57 – Modelo de regressão linear múltipla**

$$ID_{IASB\ it} = \alpha_0 + \beta_1 TAM_{it} + \beta_2 CONC_{it} + \beta_3 ADM/FISC_{it} + \beta_4 ROA_{it} + \beta_5 END_{it} + \beta_6 DI_{it} + \beta_7 I\&D_{it} + \beta_8 Big4_{it} + \beta_9 AumCap_{it} + \beta_{10} SIBA_{it} + \beta_{11} FinNFin_{it} + \beta_{12} MBValue_{it} + \beta_{13} PSI\ 20_{it} + \beta_{14} Pós2004_{it} + \beta_{15} Pós2006_{it} + \epsilon_{it}$$

<b>ID<sub>IASB</sub><sub>it</sub></b> : Valor do índice de divulgação para a empresa i no momento t;
<b>TAM</b> : Tamanho, medido pelo logaritmo do total de Activo;
<b>CONC</b> : Concentração de Capital, medida pela % de acções detidas pelos três principais accionistas
<b>ADM/FISC</b> : Participação dos órgãos de administração e fiscalização no capital, medida pela % de acções detidas pelos órgãos de administração e fiscalização;
<b>ROA</b> : Rentabilidade, medida pela Rentabilidade do Activo;
<b>END</b> : Endividamento, medido pelo indicador Total de passivo/Total de capital próprio x 100;
<b>DI</b> : Directores Independentes, medida pela % de directores independentes no Conselho de Administração;
<b>I&amp;D</b> : Investigação e Desenvolvimento - Variável <i>Dummy</i> : 1 – A empresa divulga sobre o desenvolvimento de I&D; 0 – A empresa não divulga sobre o desenvolvimento de I&D;
<b>Big 4</b> : Qualidade do Auditor Externo - Variável <i>Dummy</i> : 1 – Pertencente às Big4; 0 – Não pertencente às Big 4;
<b>AumCap</b> : Aumento de capital - Variável <i>Dummy</i> : 1 – A empresa emitiu novas acções durante o exercício; 0 – A empresa não emitiu novas acções durante o exercício;
<b>SIBA</b> : Existência de planos de opções sobre acções para empregados - Variável <i>Dummy</i> : 1 – Existência de Stock Options para empregados; 0 – Não existência de Stock Options para empregados;
<b>FinNFin</b> : Sector económico – variável <i>Dummy</i> : 1 – A empresa é financeira; 0 – A empresa é não financeira;
<b>MBValue</b> : Relação entre o valor de mercado e o valor contabilístico, medida pelo quociente Valor de mercado/Valor contabilístico
<b>PSI 20</b> : integração do Índice PSI 20 - Variável <i>Dummy</i> : 1 – A empresa pertence ao PSI 20; 0 – A empresa não pertence ao PSI 20.
<b>Pós 2004</b> : exercício económico posterior a 2004 - Variável <i>Dummy</i> : 1 – O exercício posterior a 2004; 0 – O exercício não é posterior a 2004.
<b>Pós 2006</b> : exercício económico posterior a 2006 - Variável <i>Dummy</i> : 1 – O exercício é posterior 2006; 0 – O exercício não é posterior a 2007.

Num primeiro momento, o modelo foi estimado para a totalidade da amostra, constituída pelas empresas divulgadoras e não divulgadoras de informação sobre instrumentos derivados, e, posteriormente, apenas para as empresas divulgadoras.

### **a) Estimação do modelo considerando empresas divulgadoras e não divulgadoras**

Na estimação do modelo de regressão, foi utilizado o tratamento de dados em painel, conforme referido anteriormente, e estimaram-se os resultados tendo em consideração o modelo de efeitos aleatórios e o modelo de efeitos fixos (conforme quadro 2.58).

O modelo de efeitos aleatórios considera os efeitos individuais como resultantes de uma série de factores aleatórios e não observáveis (Marques, 2000) e, por isso, não considera a existência de um efeito individual não observável para todos os períodos (Martins, 2006). Este modelo assenta em dois pressupostos: os efeitos individuais não-observáveis são aleatórios e as variáveis explicativas são estritamente exógenas. Isto significa que os termos do erro não estão correlacionados com os valores passados, presentes e futuros dos regressores (Hsiao, 2003).

O modelo de efeitos fixos considera que os coeficientes podem variar de indivíduo para indivíduo ou no tempo, ainda que permaneçam como constantes fixas, logo, não aleatórias (Marques, 2000). Neste modelo, *“assume-se que os erros (...) são explicados por duas componentes não observáveis: (...) um efeito individual que é constante ao longo do tempo e (...) uma variável ruído para cada indivíduo  $i$  e período  $t$ .”* (Martins, 2006).

A fim de testar a multicolinearidade entre as variáveis foi elaborada a matriz de correlações entre as variáveis e calculados os valores VIF e de tolerância, que se apresentam no Apêndice IV. Os resultados obtidos permitem-nos concluir pela inexistência de multicolinearidade entre as variáveis independentes.

De salientar que a variável FinNFin foi retirada do modelo pelo facto de se tratar de uma característica empresarial que se mantém fixa ao longo de todos os exercícios considerados, sendo automaticamente eliminada pelo *software* estatístico na estimação do modelo com efeitos fixos. Todavia, foi estimada uma regressão, através do modelo de efeitos aleatórios, considerando a inclusão da variável FinNFin<sup>75</sup>, cujo coeficiente apresentou um valor estatisticamente não significativo.

---

<sup>75</sup> Cujos resultados não são aqui apresentados pelo facto de não diferirem significativamente dos constantes do quadro 2.58.



**Quadro 2.58 – Resultados do Modelo de Regressão Linear considerando todas as empresas**

ID <sub>IASB</sub>	Efeitos aleatórios		Efeitos Fixos	
	Coef	Sig	Coef	Sig
TAM	0,0434045	0,0000	0,0152251	0,1670
CONC	0,0003221	0,4640	-0,0000898	0,8600
ADM/FISC	-0,00047	0,4380	-0,0000541	0,9360
ROA	-0,003364	0,0010	-0,0029267	0,0070
END	0,0000217	0,0080	0,0000202	0,0160
DI	0,0008379	0,0070	0,0008088	0,0180
I&D	0,0342438	0,0120	0,0337414	0,0190
Big4	0,0682431	0,0010	0,0189769	0,4330
AumCap	-0,0029715	0,8560	0,0060272	0,7160
SIBA	0,0467299	0,0180	0,051928	0,0180
Mbvalue	0,0006228	0,0000	0,0003492	0,0530
PSI 20	0,0646698	0,0000	0,0558944	0,0070
Pós 2004	0,1294851	0,0000	0,1404021	0,0000
Pós 2006	0,0926035	0,0000	0,0986252	0,0000
Cons	-0,9034339	0,0000	-0,2756368	0,2500
Número de observações		318	318	
Número de grupos		63	63	
R-Sq	<i>within</i>	0,557	0,5789	
	<i>between</i>	0,7037	0,5221	
	<i>overall</i>	0,6758	0,5193	
	Wald chi <sup>2</sup>	458,84	F(14,260)	23,66
	Prob>chi <sup>2</sup>	0,000	Prob>F	0,000
Teste Hausman	Chi <sup>2</sup>	7,750	Sig	0,902

Conforme se verifica, pela análise do quadro 2.58, no modelo de efeitos aleatórios, para um nível de significância de 5%, as variáveis TAM, ROA, END, DI, I&D, Big4, SIBA, MBvalue, PSI 20, Pós 2004 e Pós 2006 apresentam uma associação significativa com a variável dependente ID<sub>IASB</sub>. No modelo de efeitos fixos, as variáveis TAM e Big 4 deixam de apresentar valores significativos, o que poderá, eventualmente, explicar-se devido ao facto de serem duas características empresariais que não sofrem variações significativas ao longo do tempo.

O resultado do teste de *Hausman* (1978), que averigua qual dos modelos (efeitos aleatórios ou efeitos fixos) se mostra mais adequado<sup>76</sup>, apresenta-se como não significativo (não

<sup>76</sup> O teste *Hausman* (1978), averigua se os efeitos individuais não estão ou estão autocorrelacionados com os regressores. A hipótese nula é a de exogeneidade entre os efeitos individuais e os regressores, dando-se preferência ao modelo de efeitos aleatórios. A rejeição da hipótese nula conduz à opção pelo modelo de efeitos fixos (Martins, 2006).

sendo possível rejeitar a hipótese nula), indicando que o modelo de efeitos aleatórios se apresenta como sendo o modelo mais indicado.

Os resultados obtidos estão de acordo com os resultados da análise univariada, onde já se havia concluído pela existência de uma associação positiva entre a variável  $ID_{IASB}$  e as variáveis TAM, END, DI, I&D, Big4, MBvalue, PSI 20, Pós 2004, Pós 2006 e SIBA. Importa, contudo, destacar que, nos dois modelos estimados, ao contrário do esperado, a variável ROA apresenta um coeficiente com sinal negativo, indicando que o nível de divulgação aumenta à medida que diminui a rentabilidade do activo, não sendo, por isso, possível validar a hipótese B4. De facto verifica-se, através da matriz de correlações<sup>77</sup>, a existência de uma associação positiva entre o  $ID_{IASB}$  e a variável Exercício<sup>78</sup> (indicando um aumento do nível de divulgação ao longo do período analisado) e uma associação negativa entre a variável ROA e a variável Exercício, indicando que o nível de rentabilidade das empresas tem vindo a decrescer ao longo do período analisado, o que poderá justificar o resultado obtido.

Por outro lado, as variáveis concentração de capital, percentagem de acções detidas pelos órgãos de administração e fiscalização e sector de actividade, que na análise univariada apresentavam associação com a variável dependente, não são factores explicativos do  $ID_{IASB}$  no modelo de regressão linear múltipla. Pela análise da matriz de correlações, constante do Apêndice IV, verifica-se que a concentração de capital apresenta uma correlação positiva com a variável Exercício, indicando que a mesma tem vindo a aumentar ao longo dos anos. Contrariamente, a variável Adm/Fisc apresenta uma correlação negativa com a variável Exercício, indicando que os órgãos de gestão têm vindo a diminuir as suas participações no capital das empresas. Deste modo, uma vez que também se verifica um aumento no nível de divulgação de informação e que as duas variáveis não se encontram correlacionadas com a variável dependente,  $ID_{IASB}$ , podemos concluir que as empresas, preocupadas com a sua legitimidade, aumentam o nível de divulgação de informação sobre operações com instrumentos derivados, independentemente da sua estrutura accionista. Ou seja, apesar de se verificar um aumento na concentração de capital das empresas, os accionistas continuam preocupados em revelar informação ao exterior, que permita a percepção da situação económico-financeira da entidade. Por outro lado, uma vez que a

---

<sup>77</sup> Constante do Apêndice IV.

<sup>78</sup> A variável Exercício é uma variável nominal, que contempla sete categorias, correspondentes a cada um dos exercícios económicos analisados, de acordo com os seguintes parâmetros: 1 – 2003; 2 – 2004; 3 – 2005; 4 – 2006; 5 – 2007; 6 – 2008; 7 – 2009.

percentagem de capital detida pelos órgãos de gestão tem vindo a diminuir, a influência exercida por estas entidades é também menor e, provavelmente por isso, não se verifica a existência de associação significativa com o nível de divulgação.

O valor do  $ID_{IASB}$  aumenta à medida que também aumenta o tamanho da empresa<sup>79</sup>, com o nível de endividamento, à medida que aumenta a percentagem de directores independentes no Conselho de Administração, se a empresa divulga informação sobre I&D, se o auditor externo for uma empresa de auditoria pertencente às *Big 4*<sup>80</sup>, à medida que aumenta o quociente *market/book value*, se a empresa pertencer ao índice PSI 20, se o exercício é posterior a 2004 e se o exercício é posterior a 2006, validando-se, desta forma, as hipóteses B1, B5, B6, B7, B8, B12, B13, B14a) e B14b). Não é possível, no entanto, validar as hipóteses B4 e B10, uma vez que se verifica um aumento no nível de divulgação à medida que diminui a rentabilidade do activo e se a empresa possui sistemas de incentivos baseados em acções.

O nível de significância dos testes *Wald Chi<sup>2</sup>* e *F* (constantes do quadro 2.58) permitem validar os modelos em termos globais e concluir que os modelos estimados se mostram adequados para descrever a relação existente entre as variáveis explicativas e a variável dependente.

Os valores de  $R^2$  permitem-nos concluir que o modelo de efeitos aleatórios explica, em termos globais, 67,58% do valor do  $ID_{IASB}$ , 70,37% das diferenças entre empresas e 55,7% das variações entre períodos de tempo para a mesma empresa, e que o modelo de efeitos fixos explica, em termos globais, 51,93% do valor do  $ID_{IASB}$ , 52,21% das diferenças entre empresas e 57,89% das variações entre períodos de tempo para a mesma empresa.

#### **b) Estimação do modelo considerando apenas as empresas divulgadoras**

Numa segunda fase foram estimados os resultados, considerando apenas as empresas divulgadoras e obtiveram-se os resultados apresentados no quadro 3.59, a seguir<sup>81</sup>:

Mais uma vez foi estimada uma regressão, através do modelo de efeitos aleatórios, com a inclusão da variável *FinNFin*, cujo coeficiente apresentou um valor estatisticamente não significativo<sup>82</sup>.

---

<sup>79</sup> Apenas no modelo de efeitos aleatórios.

<sup>80</sup> Apenas no modelo de efeitos aleatórios.

<sup>81</sup> Apresenta-se, no Apêndice IV, o estudo de multicolinearidade entre as variáveis.

**Quadro 2.59 – Resultados do Modelo de Regressão Linear – empresas divulgadoras**

ID <sub>IASB</sub>	Efeitos aleatórios		Efeitos Fixos	
	Coef	Sig	Coef	Sig
TAM	0,0375554	0,0000	0,0247381	0,0080
CONC	0,0002011	0,6530	-0,0002592	0,6270
ADM/FISC	-0,0000239	0,9740	0,0003641	0,6720
ROA	-0,0025842	0,0750	-0,0016221	0,3000
END	0,00004	0,0070	0,0000394	0,0380
DI	0,0010995	0,0010	0,0010082	0,0140
I&D	0,0327962	0,0130	0,0212113	0,1310
Big4	0,0530478	0,0260	0,0172044	0,5770
AumCap	0,0028429	0,8560	0,0086957	0,5930
SIBA	0,0251118	0,1730	0,0264879	0,2080
Mbvalue	-0,0055556	0,1460	-0,0059255	0,2070
PSI 20	0,0247444	0,1920	-0,0043779	0,8530
Pós 2004	0,1249455	0,0000	0,1395328	0,0000
Pós 2006	0,0802782	0,0000	0,0852952	0,0000
Cons	-0,707169	0,0000	-0,3643513	0,0870
Número de observações		254	254	
Número de grupos		57	57	
R-Sq	<i>within</i>	0,5778	0,5924	
	<i>between</i>	0,6329	0,4801	
	<i>overall</i>	0,611	0,5112	
	Wald chi <sup>2</sup>	345,53	F(14,260)	18,99
	Prob>chi <sup>2</sup>	0,000	Prob>F	0,000
Teste Hausman	Chi <sup>2</sup>	21,970	Sig	0,056

Conforme se verifica, pela análise do quadro, nos dois modelos estimados, as variáveis SIBA, MBvalue e PSI 20 deixam de se apresentar como variáveis significativas na explicação do valor do ID<sub>IASB</sub>, não permitindo, portanto, validar as hipóteses B10, B12 e B13, quando consideradas apenas as empresas divulgadoras. Estes resultados justificam-se pelo facto de termos introduzido, no modelo apresentado anteriormente, as empresas não divulgadoras, levando-nos a concluir que estas variáveis contribuem para a distinção entre as empresas divulgadoras e as empresas não divulgadoras. Deste modo, podemos inferir que são, precisamente, as empresas que possuem sistemas de incentivos baseados em acções, cujos rácios *market-to-book value* são mais elevados e pertencentes ao PSI 20, as que divulgam informação sobre operações com instrumentos derivados. Quando consideradas apenas estas empresas, aquelas variáveis deixam de se apresentar como factores explicativos

<sup>82</sup> Cujos resultados não são, mais uma vez, apresentados pelo facto de não diferirem significativamente dos constantes do quadro 2.59.

do nível de divulgação, uma vez que, entre as empresas divulgadoras, o valor do  $ID_{IASB}$  não difere substancialmente, mas difere, significativamente, quando comparado com o  $ID_{IASB}$  das empresas não divulgadoras (que é igual a zero).

No modelo de efeitos fixos, também as variáveis ROA, I&D e Big 4, deixam de se apresentar como factores explicativos do nível de divulgação, o que poderá explicar-se devido ao facto de, provavelmente, estas variáveis não se alterarem, significativamente, dentro da mesma entidade, ao longo do período analisado.

O modelo de efeitos aleatórios explica, em termos globais, 61,1% do valor do  $ID_{IASB}$ , 63,29% das variações entre empresas e 57,78% das variações temporais para a mesma entidade. O modelo de efeitos fixos explica, em termos globais, 51,12% do  $ID_{IASB}$ , 48,01% das variações entre empresas e 59,24% das variações na mesma entidade.

Mais uma vez, o modelo de efeitos aleatórios revela-se como sendo o mais adequado para os dados apresentados, conforme se comprova pelo resultado do teste de *Hausman* (1978).

Os resultados obtidos são consistentes com os postulados da Teoria da Agência, uma vez que se verifica uma associação positiva entre o nível de divulgação e o nível de endividamento, o tipo de auditor externo, a percentagem de directores independentes no Conselho de Administração e a existência de sistemas de incentivos baseados em acções. Estes resultados demonstram que as empresas portuguesas cotadas em bolsa se preocupam com os custos de agência, procurando adoptar medidas de monitorização dos seus gestores, as quais se reflectem na qualidade da informação divulgada ao exterior. Todavia, não foi possível comprovar a existência de qualquer associação entre o nível de divulgação e a percentagem de capital detido pelos órgãos de gestão e a concentração de capital, levando-nos a concluir que a estrutura accionista não tem qualquer influência sobre a divulgação de informação sobre instrumentos derivados.

Verifica-se também consistência com os princípios básicos da Teoria de Sinalização, uma vez que se comprova a existência de uma associação positiva entre o nível de divulgação e o nível de rentabilidade, a divulgação de informação sobre actividades de I&D e a notoriedade da empresa (medida através da variável PSI20), indicando que estas empresas se preocupam em informar o mercado sobre a sua actuação com instrumentos derivados. Por outro lado, ainda no âmbito desta teoria, verifica-se que as empresas portuguesas cotadas em bolsa se preocupam em enviar sinais ao mercado de capitais, procurando influenciar a cotação das próprias acções, uma vez que se verifica a existência de uma associação positiva entre o nível de divulgação e o rácio *market-to-book value*. Verifica-se,

ainda, uma preocupação com a diminuição dos custos de financiamento, uma vez que a divulgação também se encontra positivamente associada com nível de endividamento.

Podemos também concluir que as empresas analisadas se preocupam com a sua reputação e com as ameaças à sua legitimidade, uma vez que comprovamos a existência de uma relação entre o nível de divulgação e o tamanho e notoriedade da empresa, o nível de rentabilidade e a divulgação de informação sobre actividades de I&D, indicando que as empresas que se sentem sujeitas a um maior escrutínio, por parte dos diversos agentes, procuram informar o mercado sobre as operações realizadas com instrumentos derivados.

Finalmente, é possível provar, de acordo com a Teoria Institucional, a influência exercida pelos organismos de normalização contabilística, uma vez que se comprova, mais uma vez, um aumento no nível de divulgação após a adopção do normativo do IASB. Conclui-se que as empresas tendem a um isomorfismo, em termos de divulgação, resultante das pressões exercidas pelos diversos agentes e pela entrada em vigor de normas específicas sobre contabilização e divulgação de informação sobre instrumentos derivados.

Quando comparamos os resultados do nosso estudo com os resultados obtidos por outros autores, concluímos que são consistentes com os resultados obtidos por Chalmers e Godfrey (2004), Mir Fernández, *et al.* (2006), Hassan, *et al.* (2006/2007), Lopes e Rodrigues (2007), Lemos, *et al.* (2009) e Hassan, *et al.* (2009), que também obtiveram evidência empírica da associação existente entre o valor do índice de divulgação e o tamanho da empresa.

Os nossos resultados são ainda consistentes com os resultados obtidos por:

- Mir Fernández, *et al.* (2006), Hassan, *et al.* (2006/2007) e Hassan, *et al.* (2009) que também obtiveram evidência empírica da associação entre a informação divulgada e o nível de endividamento;
- por Aggarwal e Simkins (2004), que obtiveram evidência empírica de uma associação positiva entre a qualidade da informação divulgada e o facto de a empresa divulgar informação relacionada com actividades de I&D e com o rácio *market-to-book value* contabilístico das acções;
- Hassan, *et al.* (2009), que obtiveram evidência empírica de um aumento no nível de divulgação de informação após a entrada em vigor de determinada norma contabilística (a MASB 24, em 2001);

- Chalmers e Godfrey (2004), Mir Fernández, *et al.* (2006), Lopes e Rodrigues (2007) e Lemos, *et al.* (2009), que também não obtiveram evidência empírica de qualquer associação entre o ID e a concentração de capital;

Lopes e Rodrigues (2007) obtiveram, também, evidência empírica de uma associação positiva com o tipo de auditor externo. Contudo Peters, *et al.* (2001) concluíram pela existência de uma associação negativa entre o nível de divulgação o nível de especialização do auditor externo.

Todavia, ao contrário dos resultados obtidos por Peters, *et al.* (2001) e por Chalmers e Godfrey (2004), os nossos resultados não evidenciam qualquer associação entre o nível de informação divulgada e o facto de a empresa ter efectuado um aumento de capital no ano corrente.

Por fim, os nossos resultados não são também consistentes com os resultados obtidos por:

- Hassan, *et al.* (2006/2007) que obtiveram uma associação positiva entre o nível de divulgação e o nível de rentabilidade.

- Chalmers e Godfrey (2004) e Lopes e Rodrigues (2007), que obtiveram evidência empírica de uma associação entre o nível de divulgação e o sector de actividade em que a empresa se insere;

- Aggarwal e Simkins (2004), que concluíram pela associação negativa com a existência de planos de incentivos baseados em acções;

- Peters, *et al.* (2001), que verificaram uma associação negativa entre o índice de divulgação e a percentagem de capital detida pelos órgãos de administração;

- Lopes e Rodrigues (2007) e Lemos, *et al.* (2009) que não obtiveram qualquer evidência empírica de associação entre o nível de divulgação e a percentagem de directores independentes no Conselho de Administração.

## Conclusões

---

Ao longo deste capítulo apresentamos o estudo que efectuámos, sobre a divulgação de informação, relativa a operações com instrumentos derivados, por parte das empresas portuguesas cotadas em bolsa. Os resultados obtidos permitiram-nos tirar várias conclusões, das quais, destacamos, agora, apenas aquelas que nos parecem mais importantes.

No que concerne à primeira fase de investigação, relativa à análise da evolução no nível de divulgação, podemos concluir que o número de empresas que apresenta informação sobre a utilização de instrumentos derivados é crescente ao longo dos exercícios, passando de uma percentagem de empresas divulgadoras de 45%, em 2003, para 90%, em 2009. Foi, assim, possível validar a hipótese A1, que previa o aumento no número de empresas divulgadoras ao longo do período de 2003 a 2009.

O valor médio do  $ID_{IASB}$  é crescente ao longo do período, comprovando-se estatisticamente que a obrigatoriedade de adopção do normativo do IASB, a partir de 2005, e a obrigatoriedade de adopção da NIRF 7, a partir de 2007, influenciaram o nível de divulgação que as empresas cotadas na *Euronext Lisbon* divulgam sobre operações com instrumentos derivados, o que nos permitiu validar as hipóteses A2, A2 a) e A2 b);

É no sector financeiro que se obtém maior evidência empírica da influência do normativo do IASB, no nível de divulgação de informação, ao longo do período analisado, permitindo-nos concluir que estas empresas, provavelmente porque se sentem mais observadas, se revelam mais preocupadas com a sua legitimidade, aumentando o nível de divulgação.

A obrigatoriedade de adopção do normativo do IASB, a partir de 2005, teve influência no nível de divulgação de informação sobre políticas contabilísticas, operações que não se qualificam para efeitos de cobertura de risco, informações gerais sobre cobertura de risco, coberturas de justo valor e justo valor. A obrigatoriedade de adopção da NIRF 7, a partir de 2007, teve influência no nível de divulgação de informação sobre riscos, podendo validar-se a hipótese A3.

Os resultados obtidos nesta fase de investigação permitiram-nos, contudo, concluir que o nível de divulgação de informação, apresentado pelas empresas analisadas está, ainda, aquém do que seria desejável, principalmente, no que concerne à divulgação de informação sobre os três tipos de cobertura previstos na NIC 39 do IASB. Deste modo, chamamos a



atenção das entidades reguladoras para a necessidade de reforço dos mecanismos de *enforcement*.

Estes resultados são consistentes com a Teoria de *Proprietary Costs*, que prevê uma diminuição nos níveis de divulgação quando as empresas receiam que a utilização da informação divulgada, por parte de outras entidades, suas competidoras, as possa prejudicar. Assim, é provável que as empresas analisadas não estivessem interessadas em revelar o tipo de operações de cobertura de risco realizadas, o que poderá justificar os resultados obtidos.

Todavia, tendo em consideração as propostas, recentemente emitidas pelo IASB, no seu *Exposure Draft* sobre contabilidade de cobertura, esperamos que, após a sua aprovação, e posterior adopção em Portugal, se verifique uma melhoria nos níveis de divulgação apresentados pelas empresas, relativamente a este tipo de operações, em resultado de uma maior facilidade no cumprimento dos requisitos necessários para que as operações se possam qualificar para efeitos de contabilidade de cobertura.

Os resultados obtidos nesta fase de investigação são, também, consistentes com os postulados da Teoria Institucional, uma vez que comprovamos a existência de algum isomorfismo, em termos de divulgação, que poderá ser um reflexo da obrigatoriedade de adopção do normativo do IASB. Por outro lado, o facto de as empresas terem aumentado o nível de divulgação ao longo do período analisado, principalmente nos últimos anos, após a ampla divulgação de notícias de desastres financeiros, decorrentes da utilização de instrumentos derivados, é consistente com os postulados das Teorias de Legitimidade e de Sinalização, uma vez que demonstram a preocupação, por parte das empresas, em informar os utilizadores das demonstrações financeiras, do tipo de operações realizadas com aqueles instrumentos.

No que concerne à segunda fase de investigação, relativa à identificação dos factores determinantes do nível de divulgação de informação, podemos concluir que, da totalidade das empresas que constituem a amostra, 264, representativas de 74,73%, divulgam algum tipo de informação sobre instrumentos derivados, enquanto 91 empresas (representativas de 25,63%) não apresentam qualquer informação sobre operações com instrumentos derivados.

O valor médio do  $ID_{IASB}$ , no total das empresas, é de 0,29, passando para 0,38, quando consideradas apenas as empresas divulgadoras. O valor máximo de divulgação de informação sobre instrumentos derivados é de 0,76. Estes resultados reforçam os

resultados obtidos na primeira fase de investigação e demonstram que os níveis de divulgação, apresentados pelas empresas analisadas, são, ainda, relativamente reduzidos.

Da análise univariada concluiu-se, para um nível de significância de 5%, que a divulgação de informação sobre I&D, o facto do auditor externo ser uma das empresas de auditoria pertencente às Big 4, a existência de sistemas de incentivos baseados em acções, o facto de a empresa ser financeira, o tamanho da empresa, o nível de rentabilidade e endividamento, o facto de pertencer ao índice PSI 20, a percentagem de directores independentes no conselho de administração, o facto do exercício analisado ser posterior à adopção do normativo do IASB e posterior à adopção da NIRF 7, a percentagem de capital detida pelos órgãos de administração e a concentração de capital, são factores explicativos do nível de divulgação de informação sobre instrumentos derivados. Se aumentarmos o nível de significância para 10%, o rácio *market-to-book value* apresenta-se, também, como factor explicativo da divulgação de informação. Apenas não foi possível validar a influência, no nível de divulgação, de existência de um aumento de capital durante o exercício.

Os resultados obtidos são consistentes com as hipóteses formuladas, uma vez que se previa uma associação positiva entre o índice de divulgação e as variáveis I&D, Fin/NFin, PSI 20, Pós2004, Pós2006 e MBvalue, TAM, ROA e END e uma associação negativa com as variáveis CONC e Adm/Fisc. Relativamente às variáveis Big 4 e DI, não havíamos previsto o sinal da associação existente com a variável dependente e concluímos, nesta análise, que as duas variáveis independentes apresentam uma associação positiva com o nível de divulgação. Contudo, no que concerne à variável SIBA, tendo em consideração os resultados obtidos por outros autores, havíamos previsto uma associação negativa com a variável dependente e os resultados do nosso estudo demonstram, precisamente, o contrário. Este resultado poderá, todavia, ser indicador de alguma preocupação, por parte dos gestores que detêm estes planos de incentivos, em sinalizar ao mercado a qualidade das suas empresas, de forma a valorizar as suas participações no capital das mesmas. Por outro lado, de acordo com a Teoria da Agência, os planos de incentivos baseados em acções poderão, também, ser utilizados como um mecanismo de alinhamento dos interesses dos gestores com os dos detentores de capital, incentivando os gestores a aumentar os níveis de divulgação, de forma a reduzir as assimetrias de informação existentes.

Da análise multivariada concluiu-se, tendo em consideração o modelo de efeitos aleatórios, que o valor do  $ID_{IASB}$  será mais elevado nas empresas de maior tamanho, com maiores níveis de endividamento, com maiores percentagens de directores independentes no Conselho de Administração, nas empresas que divulgam informação sobre I&D, naquelas

cujo auditor externo é uma empresa de auditoria pertencente às *Big 4*, nas empresas com quocientes *market/book value* mais elevados e nas pertencentes ao PSI 20, nos exercícios posteriores a 2004 e nos exercícios posteriores a 2006, validando-se, desta forma, as hipóteses B1, B5, B6, B7, B8, B12, B13, B14a) e B14b). Não é possível, no entanto, validar as hipóteses B4 e B10, uma vez que se verifica um aumento no nível de divulgação à medida que diminui a rentabilidade do activo e se a empresa possui sistemas de incentivos baseados em acções.

No modelo de efeitos fixos, as variáveis Tamanho e Big 4 deixam de se apresentar como factores explicativos do nível de divulgação, o que poderá, eventualmente, explicar-se pelo facto de se tratar de características empresariais que não sofrem variações significativas ao longo do período de análise.

No que concerne à variável rentabilidade, verifica-se um resultado diferente do esperado, uma vez que a mesma apresenta uma correlação negativa com a variável dependente. Todavia, este resultado pode explicar-se pelo facto de o nível de rentabilidade do activo, das empresas analisadas, ter vindo a diminuir ao longo do período de análise.

Verifica-se, ainda, através do modelo de regressão linear, que as variáveis concentração de capital e percentagem de acções detidas pelos órgãos de administração e fiscalização deixam de se apresentar como factores explicativos do nível de divulgação. Este resultado demonstra alguma preocupação, por parte das empresas estudadas, com a sua legitimidade, uma vez que os níveis de divulgação não são afectados pela estrutura accionista da empresa.

Quando consideradas apenas as empresas divulgadoras, no modelo de efeitos aleatórios, as variáveis SIBA, MBvalue e PSI 20 deixam de se apresentar como variáveis significativas na explicação do valor do  $ID_{IASB}$ , levando-nos a concluir que estas variáveis são caracterizadoras das empresas divulgadoras. Não foi, portanto, possível validar as hipóteses B10, B12 e B13, quando consideradas apenas as empresas divulgadoras. No modelo de efeitos fixos, também as variáveis ROA, I&D e Big 4, deixam de se apresentar como factores explicativos do nível de divulgação, o que poderá explicar-se devido ao facto de, provavelmente, estas variáveis não se alterarem, significativamente, dentro da mesma entidade, ao longo do período analisado.

Finalmente, da análise dos factores determinantes da divulgação de informação, concluímos que os nossos resultados são consistentes com os postulados da Teoria da Agência, da Teoria de Sinalização, da Teoria de Legitimidade e da Teoria Institucional.

Apresenta-se, no quadro seguinte, um resumo dos resultados do estudo sobre divulgação de informação nas empresas cotadas em bolsa, com indicação das hipóteses validadas e não validadas<sup>83</sup>.

---

<sup>83</sup> Na construção do quadro foram considerados os resultados obtidos no modelo de efeitos aleatórios.

Quadro 2.60 – Resultados do estudo da divulgação de informação sobre instrumentos derivados, nas empresas cotadas em bolsa

HIPÓTESES FORMULADAS		VALIDAÇÃO
<b>1ª FASE DE INVESTIGAÇÃO – ESTUDO DA EVOLUÇÃO NO NÍVEL DE DIVULGAÇÃO</b>		
HIPÓTESE A1	O número de empresas que divulga algum tipo de informação sobre operações com instrumentos derivados aumenta ao longo do período de 2003 a 2009	Validada
HIPÓTESE A2	O nível de informação divulgada sobre instrumentos derivados aumenta ao longo do período de 2003 a 2009.	Validada
HIPÓTESE A2 a)	O nível de informação divulgada sobre instrumentos derivados aumenta ao longo do período de 2003 a 2009, com valores estatisticamente mais significativos em 2005.	Validada
HIPÓTESE A2 b)	O nível de informação divulgada sobre instrumentos derivados aumenta ao longo do período de 2003 a 2009, com valores estatisticamente mais significativos em 2007.	Validada
HIPÓTESE A3	O nível de informação divulgada sobre risco aumenta ao longo do período de 2003 a 2008, com valores estatisticamente mais significativos em 2007.	Validada
<b>2ª FASE DE INVESTIGAÇÃO – ESTUDO DOS DETERMINANTES DO NÍVEL DE DIVULGAÇÃO</b>		
HIPÓTESE B1	O nível de informação divulgada sobre instrumentos derivados, por parte das empresas cotadas em bolsa, é maior nas empresas de maior tamanho.	Validada
HIPÓTESE B2	O nível de informação divulgada sobre instrumentos derivados, por parte das empresas cotadas em bolsa, é maior nas empresas com menor concentração de capital.	Não validada
HIPÓTESE B3	O nível de informação divulgada sobre instrumentos derivados, por parte das empresas cotadas em bolsa, será maior nas empresas cujos órgãos de administração e fiscalização detêm menor percentagem de capital.	Não validada
HIPÓTESE B4	O nível de informação divulgada sobre instrumentos derivados, por parte das empresas cotadas em bolsa, será maior nas empresas com maior rentabilidade.	Não validada
HIPÓTESE B5	O nível de informação divulgada sobre instrumentos derivados, por parte das empresas cotadas em bolsa, será maior nas empresas com maior nível de endividamento	Validada
HIPÓTESE B6	O nível de informação divulgada sobre instrumentos derivados, por parte das empresas cotadas em bolsa, depende da percentagem de directores independentes no Conselho de Administração.	Validada
HIPÓTESE B7	O nível de informação divulgada sobre instrumentos derivados, por parte das empresas cotadas em bolsa, é maior nas empresas que divulgam informação sobre I&D do que nas empresas que não divulgam informação sobre I&D.	Validada
HIPÓTESE B8	O nível de informação divulgada sobre instrumentos derivados, por parte das empresas cotadas em bolsa, é diferente nas empresas auditadas por uma empresa de auditoria pertencente às Big 4 do nível de informação divulgada nas empresas auditadas por empresas de auditoria não pertencentes às Big 4.	Validada
HIPÓTESE B9	O nível de informação divulgada sobre instrumentos derivados, por parte das empresas cotadas em bolsa, é maior nas empresas que emitiram novas acções no ano corrente do que nas empresas que não emitiram novas acções no ano corrente.	Não validada
HIPÓTESE B10	O nível de informação divulgada sobre instrumentos derivados, por parte das empresas cotadas em bolsa, é maior nas empresas que não possuem sistemas de incentivos baseados em acções.	Não validada
HIPÓTESE B11	O nível de informação divulgada sobre instrumentos derivados, por parte das empresas cotadas em bolsa, é maior nas empresas financeiras.	Não validada
HIPÓTESE B12	O nível de informação divulgada sobre instrumentos derivados, por parte das empresas cotadas em bolsa, é maior nas empresas com maiores rácios <i>market-to-book value</i> .	Validada (para todas as empresas)
HIPÓTESE B13	O nível de informação divulgada sobre instrumentos derivados, por parte das empresas cotadas em bolsa, é maior nas empresas com maior notoriedade.	Validada (para todas as empresas)
HIPÓTESE B14a)	O nível de informação divulgada sobre instrumentos derivados, por parte das empresas cotadas em bolsa, é maior nos exercícios económicos posteriores a 2004.	Validada
HIPÓTESE B14b)	O nível de informação divulgada sobre instrumentos derivados, por parte das empresas cotadas em bolsa, é maior nos exercícios económicos posteriores a 2006.	Validada



**CAPÍTULO III – ESTUDO DA INFORMAÇÃO DIVULGADA PELAS  
EMPRESAS FINANCEIRAS**





## **Introdução**

---

As notícias, divulgadas pelos meios de comunicação social, no decurso dos acontecimentos que desencadearam a mais recente crise financeira internacional, do envolvimento de algumas instituições financeiras norte-americanas em operações com instrumentos derivados suscitou um maior interesse pela informação divulgada sobre as referidas operações. Assim, consideramos de todo o interesse analisar as práticas de divulgação, adoptadas pelas empresas financeiras portuguesas, relativamente a operações realizadas no mercado de derivados. Deste modo, apresentamos neste capítulo, um estudo do tipo e do nível de divulgação de informação, apresentado pelas referidas empresas, nos seus relatórios e contas individuais, relativos ao exercício económico de 2009.

Para o efeito, tendo em consideração, o normativo contabilístico em vigor, quer para as empresas pertencentes ao sector bancário, quer para as empresas pertencentes ao sector segurador, decidimos analisar o nível de divulgação de informação, apresentado por estas entidades, tendo em consideração as exigências de divulgação contidas no normativo do IASB.

Por outro lado, tendo em consideração as diversas recomendações que têm vindo a ser emitidas pelo Comité de Basileia, relativamente às informações que deverão ser divulgadas, pelas entidades bancárias, sobre as operações realizadas com instrumentos derivados, decidimos, também, analisar o nível de divulgação, apresentado pelas empresas portuguesas pertencentes ao sector bancário, tendo em consideração aquelas recomendações.

Finalmente, à semelhança do que efectuámos no estudo da divulgação de informação nas empresas cotadas em bolsa (apresentado no capítulo anterior), decidimos identificar os factores determinantes do nível de divulgação de informação, sobre instrumentos derivados, nas empresas financeiras portuguesas.

Assim, este estudo encontra-se dividido em duas fases, conforme se segue:

- numa primeira fase de investigação, estuda-se o nível de divulgação de informação e seus factores determinantes, nas empresas pertencentes ao sector bancário e ao sector segurador, tendo em consideração o normativo do IASB; e
- numa segunda fase de investigação, estuda-se o nível de divulgação e seus factores determinantes, nas empresas pertencentes ao sector bancário, tendo em consideração as recomendações emitidas pelo Comité de Basileia juntamente com a IOSCO.

Deste modo, ao longo deste capítulo, apresentam-se, no ponto 1, os principais objectivos do estudo e definem-se as hipóteses de investigação para cada uma das fases de investigação definidas. No ponto 2 descrevemos a metodologia de investigação adoptada na selecção da amostra e tratamento dos dados. Posteriormente, apresentamos, no ponto 3, os resultados obtidos na primeira fase de investigação, relativa ao estudo da informação divulgada, pelas empresas pertencentes ao sector bancário e ao sector segurador, de acordo com o normativo do IASB. De seguida, no ponto 4, são apresentados os resultados da segunda fase de investigação, relativa ao estudo da informação divulgada, pelas entidades bancárias portuguesas, de acordo com as recomendações do Comité de Basileia e da IOSCO. Finalmente, apresentam-se as principais conclusões do estudo efectuado.

## 1. Objectivos e hipóteses de investigação

---

### 1.1. Objectivos do estudo

As instituições financeiras estão envolvidas numa série de actividades e a diversidade de fontes de rendimento encontra-se patente nas suas demonstrações financeiras, sendo notável que, para muitas delas, grande parte dos seus rendimentos provêm de actividades de negociação, que poderão potencialmente originar substanciais riscos de mercado (Woods, *et al.*, 2008). E os riscos incorridos nestas instituições poderão ter um impacto significativo em todo o sistema financeiro:

“Os colapsos das instituições financeiras são altamente contagiosos e podem evoluir, com a ajuda do pânico do mercado, para uma escalada de avalanches financeiras ameaçando a estabilidade do sistema financeiro” (Avgouleas, 2009).

A recente crise financeira serviu para enfatizar a extensão da interdependência económica global, resultante das actividades das instituições financeiras e o desejo das entidades de supervisão bancária, credores, clientes e investidores para o acesso a informação que permita a percepção dos riscos incorridos por aquelas instituições (Woods, *et al.*, 2008), promovendo a disciplina de mercado.

“A filosofia implícita na disciplina de mercado consiste no facto de que os mercados deveriam actuar de forma eficiente: os investidores e depositantes, interpretando adequadamente a informação disponibilizada pelas entidades, reagiriam no sentido de que as suas decisões influenciassem positivamente os gestores das instituições financeiras. Para as entidades cotadas publicamente, a disciplina de mercado deveria ter uma consequência imediata no valor da entidade. Para as entidades não cotadas, traduzir-se-ia numa variação na qualificação creditícia que lhes é atribuída pelas contrapartes” (Díaz, 2001).

De acordo com Nier e Baumann (2006), para que a disciplina de mercado seja efectiva, é necessário que se verifiquem três condições: primeiro, é necessário que os investidores nos passivos bancários se considerem em risco de perda, no caso de incumprimento por parte da instituição financeira; segundo, as respostas do mercado às alterações no perfil de risco dos bancos deverão ter implicações, em termos de custos, para o próprio banco e seus gestores; finalmente, o mercado deverá ter acesso à informação necessária para avaliar o perfil de risco do banco.

As entidades financeiras que apresentam maiores níveis de divulgação sobre o seu perfil de risco estarão mais expostas à disciplina de mercado, sendo, por isso, penalizadas pelos investidores se decidirem incorrer em riscos mais elevados (Nier e Baumann, 2006).

Nier e Baumann (2006), através da análise de 729 bancos de 32 países, e Wu e Bowe (2010), em 110 bancos, na China, obtiveram evidência empírica de que os bancos que apresentam maiores níveis de divulgação sobre o seu perfil de risco, e, por isso, sujeitos a uma disciplina de mercado mais forte, reduzem a sua probabilidade de incumprimento, ao decidir efectuar reservas de capital mais elevadas

Assim, a divulgação de informação relevante ao mercado, por parte das instituições financeiras, é um dos principais pilares em que assenta a estabilidade financeira<sup>84</sup>. Deste modo, o principal objectivo deste estudo prende-se com a análise da qualidade da divulgação de informação, sobre instrumentos derivados e riscos associados à sua contratação, proporcionada pelas instituições financeiras portuguesas.

Para o efeito, à semelhança do que efectuámos no estudo anterior, baseámos este estudo no nível de divulgação de informação apresentado pelas referidas instituições, de acordo com o normativo do IASB.

Para além disso, tendo em consideração o trabalho que tem vindo a ser desenvolvido pelo Comité de Basileia (BCBS), em termos de recomendações sobre divulgação de informação relativa a instrumentos derivados e riscos incorridos com a sua negociação, no que concerne às instituições bancárias, baseamos, também, o nosso estudo, nas recomendações elaboradas por aquele organismo em conjunto com a IOSCO (BCBS e IOSCO, 1999a).

Apesar de já existirem novas recomendações do BCBS, relativamente à informação a divulgar, especialmente as contidas no terceiro pilar do Acordo de Basileia II, que já deveriam ser respeitadas pelas entidades estudadas, durante o período analisado, optámos pela utilização das recomendações elaboradas juntamente com a IOSCO, em 1999, por se tratar de recomendações de divulgação exclusivas sobre operações de negociação e com instrumentos derivados e riscos incorridos com a sua contratação. O Aviso do Banco de Portugal n.º 10/2007<sup>85</sup> prevê também a divulgação de informação sobre outras operações que não envolvem a contratação de instrumentos derivados. Por outro lado, o facto de utilizarmos o mesmo índice de divulgação que já havia sido utilizado por Yong, *et al.* (2005), permitir-nos-á comparar os resultados do nosso estudo com os resultados obtidos por aqueles autores.

---

<sup>84</sup> Embora, na opinião de Avgouleas (2009), deva ter-se em consideração a dificuldade de interpretação de alguma informação divulgada e que os agentes de mercado, mesmo na posse de toda a informação, nem sempre tomam decisões racionais.

<sup>85</sup> Que define o modelo de divulgação a adoptar no cumprimento das exigências contidas no DL 104/2007 e no DL 103/2007, ambos de 3 de Abril, que transpõem para o direito interno as disposições do Acordo de Basileia II.

Identificam-se, portanto, duas fases de investigação, conforme se descreve de seguida:

- na primeira fase de investigação, efectua-se uma análise do nível de divulgação de informação, e seus factores determinantes, de acordo com o normativo do IASB, por parte das empresas pertencentes ao sector bancário e ao sector segurador;
- na segunda fase de investigação, efectua-se uma análise do nível de divulgação de informação, e seus factores determinantes, de acordo com as recomendações do Comité de Basileia e da IOSCO, por parte das empresas pertencentes apenas ao sector bancário.

Definiram-se, assim, para cada uma das fases referidas, os seguintes principais objectivos de investigação:

- 1.1. efectuar uma análise descritiva da informação divulgada pelas empresas do sector bancário e do sector segurador, identificando o tipo e o nível de informação divulgada;
- 1.2. identificar os factores determinantes do nível de divulgação nas empresas pertencentes ao sector bancário e ao sector segurador (doravante identificadas como empresas financeiras).

## **1.2. Hipóteses de investigação**

No estudo da informação divulgada pelas empresas financeiras, para além da análise descritiva do tipo de informação e do nível de divulgação, identificam-se os factores determinantes da divulgação de informação sobre instrumentos derivados.

Assim, tendo em consideração os objectivos definidos anteriormente e os postulados das Teorias de Sinalização, da Agência, de Legitimidade e Institucional, formularam-se as hipóteses de investigação que se apresentam de seguida. Todavia, dada a inexistência de literatura específica sobre os factores que influenciam a divulgação de informação sobre instrumentos derivados nas empresas financeiras, foram considerados os resultados obtidos nos estudos de Peters, *et al.* (2001), Chalmers e Godfrey (2004), Aggarwal e Simkins (2004), Hassan, *et al.* (2006/2007), Mir Fernández, *et al.* (2006), Lopes e Rodrigues (2007), Hassan, *et al.* (2009) e Lemos, *et al.* (2009), Linsley, *et al.* (2006) e Dantas, *et al.* (2010). Para o efeito, formularam-se hipóteses de investigação idênticas às definidas no estudo anterior (apresentado no capítulo II). Porém, tendo em conta as características específicas do conjunto de empresas a analisar, serão testadas, apenas, as variáveis: tamanho, concentração

de capital, rentabilidade, endividamento, qualidade do auditor externo, sector económico, aumento de capital e existência de incentivos baseados em acções.

Contudo, uma vez que se identificaram duas fases de investigação, tendo por base o tipo de informação divulgada<sup>86</sup>, formularam-se diferentes hipóteses, para cada uma das etapas referidas<sup>87</sup>, conforme se segue:

a) **Tamanho**

De acordo com a Teoria de Legitimidade, as maiores empresas, porque se sentem mais sujeitas a um maior escrutínio, por parte dos diversos *stakeholders*, sentir-se-ão mais motivadas a divulgar informação sobre o seu envolvimento em operações com instrumentos derivados. Assim, tendo em consideração os resultados obtidos por Chalmers e Godfrey (2004), Mir Fernández, *et al.* (2006), Linsley, *et al.* (2006), Hassan, *et al.* (2006/2007), Lopes e Rodrigues (2007), Lemos, *et al.* (2009), Hassan, *et al.* (2009) e Dantas, *et al.* (2010), que obtiveram evidência empírica de existência de uma associação positiva entre o tamanho da entidade e o nível de divulgação de informação sobre instrumentos derivados e sobre risco de crédito, definem-se as hipóteses de investigação C1 e D1 nos seguintes termos:

**HC1:** O nível de informação divulgada de acordo com o normativo do IASB, por parte das empresas financeiras, é maior nas empresas de maior tamanho;

**HD1:** O nível de informação divulgada de acordo com as recomendações do BCBS e da IOSCO, por parte das empresas financeiras, é maior nas empresas de maior tamanho.

b) **Concentração de capital**

Tendo em consideração os postulados da Teoria da Agência, espera-se que, quanto menor for a dispersão do capital, menor será a separação existente entre os gestores e os detentores de capital e, por isso, verificar-se-á uma menor tendência para aumentar o nível de divulgação no sentido de reduzir as assimetrias de informação existentes. Por outro lado, de acordo com a Teoria de Sinalização, a menor concentração de capital, aumenta a necessidade de divulgação para o exterior, de forma a diminuir as assimetrias de informação existentes entre os gestores e os potenciais investidores.

---

<sup>86</sup> De acordo com o normativo do IASB e de acordo com as recomendações do Comité de Basileia e da IOSCO.

<sup>87</sup> De forma a distingui-las das hipóteses formuladas no estudo apresentado no capítulo anterior, as hipóteses formuladas neste estudo serão identificadas com as letras C e D, correspondentes, respectivamente, às duas fases de investigação definidas.

**HC2:** O nível de informação divulgada de acordo com o normativo do IASB, por parte das empresas financeiras, é maior nas empresas com menor concentração de capital;

**HD2:** O nível de informação divulgada de acordo com as recomendações do BCBS e da IOSCO, por parte das empresas financeiras, é maior nas empresas com menor concentração de capital.

### c) Rentabilidade

Espera-se que as empresas mais rentáveis se encontrem mais preocupadas com a manutenção da sua reputação e com a cotação das suas acções e, por isso, de acordo com as Teorias de Legitimidade e de Sinalização, estas empresas utilizam a divulgação de informação ao exterior como uma forma de legitimação e de envio de sinais ao mercado sobre a sua qualidade. Nesse sentido, e tendo em consideração os resultados obtidos por Hassan, *et al.* (2006/2007), prevemos a existência de uma associação positiva entre o nível de rentabilidade das empresas e a divulgação de informação sobre instrumentos derivados, definindo as hipóteses C3 e D3 nos seguintes termos:

**HC3:** o nível de informação divulgada de acordo com o normativo do IASB, por parte das empresas financeiras, será maior nas empresas com maior rentabilidade;

**HD3:** o nível de informação divulgada de acordo com as recomendações do BCBS e da IOSCO, por parte das empresas financeiras, será maior nas empresas com maior rentabilidade.

### d) Endividamento

De acordo com a Teoria de Sinalização e a Teoria da Agência, os gestores das empresas mais endividadas terão maiores incentivos em divulgar toda a informação relevante ao exterior, quer para assegurar menores custos de financiamento, quer em resultado da pressão exercida pelos próprios credores (que pretendem garantir que os gestores não irão actuar contra os seus interesses). Deste modo, tendo em consideração os resultados obtidos por Mir Fernández, *et al.* (2006), Hassan, *et al.* (2006/2007) e Hassan, *et al.* (2009), que obtiveram evidência empírica de existência de uma associação positiva entre o nível de endividamento e a divulgação de informação sobre instrumentos derivados, definem-se as hipóteses de investigação C4 e D4 conforme se segue:

**HC4:** O nível de informação divulgada de acordo com o normativo do IASB, por parte das empresas financeiras, será maior nas empresas com maior nível de endividamento;

**HD4:** O nível de informação divulgada de acordo com as recomendações do BCBS e da IOSCO, por parte das empresas financeiras, será maior nas empresas com maior nível de endividamento.

#### **e) Qualidade do auditor externo**

Havíamos previsto, no capítulo anterior, a existência de uma associação entre o nível de divulgação e a qualidade do auditor externo. De facto, de acordo, com a Teoria da Agência, os auditores externos podem ser utilizados como um mecanismo de monitorização do gestor, incentivando-o a divulgar toda a informação de que é detentor.

Contudo, tendo em consideração a Teoria de Legitimidade, a contratação de grandes empresas de auditoria pode também servir para compensar menores níveis de divulgação (Peters, *et al.*, 2001). Assim, não sendo possível prever o sinal da associação existente entre o nível de divulgação e a qualidade do auditor externo, definem-se as seguintes hipóteses de investigação:

**HC5:** O nível de informação divulgada de acordo com o normativo do IASB, por parte das empresas financeiras, depende da qualidade do auditor externo, sendo diferente nas empresas auditadas por uma empresa de auditoria pertencente às *Big 4*;

**HD5:** O nível de informação divulgada de acordo com as recomendações do BCBS e da IOSCO, por parte das empresas financeiras, depende da qualidade do auditor externo, sendo diferente nas empresas auditadas por uma empresa de auditoria pertencente às *Big 4*.

#### **f) Aumento de Capital**

De acordo com a Teoria de Sinalização, as empresas que apresentam maiores níveis de divulgação incorrem em menores custos de capital (Lambert, *et al.*, 2007; Hughes, *et al.*, 2007) e, por isso, é expectável que as empresas aumentem o nível de divulgação nos exercícios em que efectuam aumentos de capital. Deste modo, definem-se as hipóteses de investigação C6 e D6 conforme se segue:



**HC6:** O nível de informação divulgada de acordo com o normativo do IASB, por parte das empresas financeiras, é maior nas empresas que emitiram novas acções no ano corrente;

**HD6:** O nível de informação divulgada de acordo com as recomendações do BCBS e da IOSCO, por parte das empresas financeiras, é maior nas empresas que emitiram novas acções no ano corrente.

#### **g) Sistemas de incentivos baseados em acções**

Segundo Aggarwal e Simkins (2004), a existência de *stock options* influencia negativamente o nível de divulgação de informação sobre operações com instrumentos derivados, uma vez que os gestores sentir-se-ão menos motivados a revelar informação relacionada com os riscos incorridos com a contratação daqueles instrumentos. Deste modo, definem-se as hipóteses C7 e D7 nos seguintes termos:

**HC7:** O nível de informação divulgada de acordo com o normativo do IASB, por parte das empresas financeiras, é maior nas empresas que não possuem sistemas de incentivos baseados em acções;

**HD7:** O nível de informação divulgada de acordo com as recomendações do BCBS e da IOSCO, por parte das empresas financeiras, é maior nas empresas que não possuem sistemas de incentivos baseados em acções

#### **h) Sector económico**

Durante a 1ª fase de investigação, analisaremos a informação divulgada por empresas pertencentes a dois sectores de actividade distintos e, por isso, consideramos que seria interessante verificar se o facto de a empresa se encontrar inserida, num ou outro sector, influencia o nível de informação que divulga sobre operações com instrumentos derivados. De acordo com a Teoria Institucional, as empresas tendem a assemelhar-se com as empresas que enfrentam as mesmas condições ambientais e, por isso, é provável que se verifiquem maiores semelhanças entre empresas pertencentes ao mesmo sector económico. Porém, uma vez que não é possível prever em que sector se verificará um maior nível de divulgação, a hipótese C8 é definida nos seguintes termos:

**HC8:** O nível de informação divulgada, sobre instrumentos derivados, de acordo com o normativo do IASB, por parte das empresas pertencentes ao sector bancário, é diferente do nível de informação divulgada, por parte das empresas pertencentes ao sector segurador.

Tendo ainda em consideração que as empresas pertencentes ao sector segurador, se dividem entre os ramos de seguros de vida e não vida, procuramos determinar se existem diferenças nos níveis de divulgação apresentados por cada um destes conjuntos de empresas, tendo-se formulado a hipótese de investigação C9, nos seguintes termos:

**HC9:** Nas empresas seguradoras, o nível de informação divulgada sobre instrumentos derivados, de acordo com o normativo do IASB, por parte das empresas pertencentes ao ramo de seguros de vida, é diferente do nível de informação divulgada, por parte das empresas pertencentes ao ramo de seguros não vida.

No quadro seguinte apresenta-se um resumo das hipóteses formuladas.

Quadro 3.1 – Resumo das hipóteses formuladas

HIPÓTESES FORMULADAS	
1ª FASE DE INVESTIGAÇÃO – ESTUDO DOS DETERMINANTES DO NÍVEL DE DIVULGAÇÃO DE ACORDO COM O NORMATIVO DO IASB	
HIPÓTESE C1	O nível de informação divulgada de acordo com o normativo do IASB, por parte das empresas financeiras, é maior nas empresas de maior tamanho.
HIPÓTESE C2	O nível de informação divulgada de acordo com o normativo do IASB, por parte das empresas financeiras, é maior nas empresas com menor concentração de capital.
HIPÓTESE C3	O nível de informação divulgada de acordo com o normativo do IASB, por parte das empresas financeiras, será maior nas empresas com maior rentabilidade.
HIPÓTESE C4	O nível de informação divulgada de acordo com o normativo do IASB, por parte das empresas financeiras, será maior nas empresas com maior nível de endividamento.
HIPÓTESE C5	O nível de informação divulgada de acordo com o normativo do IASB, por parte das empresas financeiras, depende da qualidade do auditor externo, sendo diferente nas empresas auditadas por uma empresa de auditoria pertencente às Big 4.
HIPÓTESE C6	O nível de informação divulgada de acordo com o normativo do IASB, por parte das empresas financeiras, é maior nas empresas que emitiram novas acções no ano corrente do que nas empresas que não emitiram novas acções no ano corrente.
HIPÓTESE C7	O nível de informação divulgada de acordo com o normativo do IASB, por parte das empresas financeiras, é maior nas empresas que não possuem sistemas de incentivos baseados em acções.
HIPÓTESE C8	O nível de informação divulgada sobre instrumentos derivados, de acordo com o normativo do IASB, por parte das empresas pertencentes ao sector bancário, é diferente do nível de informação divulgada, por parte das empresas pertencentes ao sector segurador.
HIPÓTESE C9	Nas empresas seguradoras, o nível de informação divulgada sobre instrumentos derivados, de acordo com o normativo do IASB, por parte das empresas pertencentes ao ramo de seguros de vida, é diferente do nível de informação divulgada, por parte das empresas pertencentes ao ramo de seguros não vida.
2ª FASE DE INVESTIGAÇÃO – ESTUDO DOS DETERMINANTES DO NÍVEL DE DIVULGAÇÃO DE ACORDO COM AS RECOMENDAÇÕES DO BCBS E DA IOSCO	
HIPÓTESE D1	O nível de informação divulgada de acordo com as recomendações do BCBS e da IOSCO, por parte das empresas financeiras, é maior nas empresas de maior tamanho.
HIPÓTESE D2	O nível de informação divulgada de acordo com as recomendações do BCBS e da IOSCO, por parte das empresas financeiras, é maior nas empresas com menor concentração de capital.
HIPÓTESE D3	O nível de informação divulgada de acordo com as recomendações do BCBS e da IOSCO, por parte das empresas financeiras, será maior nas empresas com maior rentabilidade.
HIPÓTESE D4	O nível de informação divulgada de acordo com as recomendações do BCBS e da IOSCO, por parte das empresas financeiras, será maior nas empresas com maior nível de endividamento.
HIPÓTESE D5	O nível de informação divulgada de acordo com as recomendações do BCBS e da IOSCO, por parte das empresas financeiras, depende da qualidade do auditor externo, sendo diferente nas empresas auditadas por uma empresa de auditoria pertencente às Big 4.
HIPÓTESE D6	O nível de informação divulgada de acordo com as recomendações do BCBS e da IOSCO, por parte das empresas financeiras, é maior nas empresas que emitiram novas acções no ano corrente do que nas empresas que não emitiram novas acções no ano corrente.
HIPÓTESE D7	O nível de informação divulgada de acordo com as recomendações do BCBS e da IOSCO, por parte das empresas financeiras, é maior nas empresas que não possuem sistemas de incentivos baseados em acções.

## **2. Metodologia de investigação e selecção da amostra**

---

### **2.1. Metodologia de investigação**

A investigação foi, mais uma vez, realizada com recurso ao paradigma positivista, de acordo com o qual se formularam as hipóteses de investigação, tendo em consideração as teorias referidas no capítulo I, que, posteriormente, serão testadas, a fim de serem, ou não, validadas, através da análise e tratamento dos dados.

Utilizámos, novamente, os métodos quantitativos de recolha e análise de dados. Para o efeito, os dados foram recolhidos através da técnica de análise de conteúdo dos relatórios e contas das empresas objecto de estudo e, posteriormente, tratados através de métodos estatísticos, com recurso a programas informáticos específicos.

### **2.2. Selecção da amostra e período de análise**

#### ***Amostra:***

Tendo como principal objectivo analisar o nível de divulgação sobre instrumentos derivados e seus factores determinantes, por parte das empresas financeiras, a amostra é constituída pelas empresas pertencentes ao sector bancário e ao sector segurador, a operar em Portugal durante o exercício económico de 2009.

Na determinação das empresas que constituem a amostra, foram tidos em consideração os seguintes critérios:

- as empresas deveriam fazer parte da lista de maiores e melhores empresas, pertencentes aos sectores citados, referidas na edição de Novembro de 2010 da Revista Exame;
- os Relatórios e Contas anuais, individuais, deveriam encontrar-se disponíveis na página electrónica da própria entidade, do Banco de Portugal ou do Instituto de Seguros de Portugal.

A opção pela análise dos relatórios individuais justifica-se pelo facto de grande parte das empresas analisadas pertencerem a um número limitado de grupos económicos que, caso optássemos pela análise de contas consolidadas, reduziria significativamente o tamanho da amostra, não permitindo, ainda, estabelecer comparações entre os dois sectores identificados.

Todavia, uma vez que se identificam duas fases de investigação, importa destacar o seguinte:

- no estudo da divulgação de informação, com base no normativo do IASB, a amostra é constituída pelas empresas pertencentes aos dois sectores económicos referidos, num total de 73 empresas;

- no estudo da divulgação de informação sobre as recomendações do BCBS e da IOSCO, a amostra compreende apenas as empresas pertencentes ao sector bancário, num total de 34 empresas.

### ***Período de análise***

Tendo em consideração que o objectivo deste estudo se prende com a análise do tipo de informação divulgada e com o nível de divulgação sobre instrumentos derivados, bem como com a identificação dos factores determinantes desse nível de divulgação, por parte das empresas financeiras, optou-se pela análise da informação divulgada durante o exercício de 2009, por se tratar do exercício económico mais recente, para o qual existiam dados disponíveis.

## **2.3. Técnica adoptada na recolha e tratamento dos dados**

### **2.3.1. Técnica adoptada na recolha dos dados, variáveis dependentes e variáveis independentes**

Na análise da informação divulgada, recorreu-se, mais uma vez, à técnica de análise de conteúdo, codificando a informação recolhida em atributos ou categorias, tendo-se utilizado, como fonte de obtenção dos dados, os Relatórios e Contas anuais das empresas estudadas.

Foram recolhidos os Relatórios e Contas anuais, individuais, relativos ao exercício económico de 2009, das empresas pertencentes ao sector bancário e ao sector segurador, referidas na edição de Novembro de 2010 da Revista Exame. Para o efeito, foram consultadas as páginas electrónicas das próprias entidades, do Banco de Portugal e do Instituto de Seguros de Portugal. Analisaram-se todos os documentos de prestação de contas, incluindo a Carta do Presidente, Relatório de Gestão, Demonstrações Financeiras e respectivos Anexos, Relatórios de Auditoria e Certificação Legal de Contas<sup>88</sup>.

---

<sup>88</sup> De referir que não foi recolhido o documento “Disciplina de Mercado”, uma vez que a sua elaboração é obrigatória para empresas-mãe, com base na situação financeira consolidada, e no nosso estudo nos cingimos à análise de informação numa base individual.

Para medir a informação divulgada, utilizámos o índice de divulgação adoptado no estudo anterior, baseado no normativo do IASB ( $ID_{IASB}$ ). Contudo, uma vez que se pretende também, neste estudo, medir o nível de divulgação das entidades bancárias, de acordo com as recomendações do BCBS e da IOSCO, utilizámos, também, um segundo índice de divulgação ( $ID_{Basileia}$ ), contendo as referidas recomendações.

Na recolha dos itens que constituem os índices de divulgação de informação foram adoptados os mesmos procedimentos que haviam sido adoptados no estudo anterior e descritos no capítulo II.

### ***Variáveis dependentes***

#### ***Índice de Divulgação, de acordo com o normativo IASB ( $ID_{IASB}$ )***

Para medir o nível de divulgação de informação sobre instrumentos derivados, de acordo com normativo do IASB, adoptámos o índice de divulgação descrito no capítulo II, que já havia sido adoptado no estudo da divulgação de informação por parte das empresas cotadas em bolsa<sup>89</sup>.

#### ***Índice de Divulgação, de acordo com as recomendações do BCBS e da IOSCO ( $ID_{Basileia}$ )***

Para medir o nível de divulgação de informação sobre instrumentos derivados, de acordo com as recomendações do BCBS e da IOSCO (1999a), utilizámos o mesmo índice de divulgação adoptado por Yong, *et al.* (2005)<sup>90</sup>.

O índice contém um total de 123 itens<sup>91</sup>, classificados em categorias principais e subcategorias, conforme se segue:

A – Geral;

B – Divulgações qualitativas:

B.1 – Geral;

B.2 – Gestão de risco;

B.3 – Risco de mercado;

B.4 – Risco de crédito;

---

<sup>89</sup> Apresentado no Apêndice II.

<sup>90</sup> O índice utilizado por Yong, *et al.* (2005) corresponde às recomendações de divulgação constantes em BCBS e IOSCO (1999a)

<sup>91</sup> Descritos no Anexo I.

B.5 – Risco de liquidez;

B.6 – Riscos diversos;

C – Contabilidade e método de avaliação;

D – Divulgações quantitativas:

D.1 – Geral;

D.2 – Risco de mercado;

D.3 – Risco de crédito;

D.4 – Risco de liquidez;

D.5 – Outros riscos;

E – Resultados:

E.1 – Derivados de negociação;

E.2 – Derivados de não negociação.

De forma a medir o nível de divulgação de informação dentro de cada uma das categorias e subcategorias que compõem o índice de divulgação, construíram-se sub-índices de divulgação correspondentes.

Determinação do valor do Índice de Divulgação ( $ID_{IASB}$  e  $ID_{Basileia}$ )

Do mesmo modo que no estudo anterior, atribuiu-se, a cada um dos itens que constituem o ID, uma ponderação de 1 ou 0, conforme o item se encontrasse divulgado ou não divulgado, respectivamente.

O valor do índice varia entre 0 e 1, sendo determinado através do quociente entre o total de itens divulgados pela empresa em análise e o somatório do total dos itens que constituem o índice de divulgação, de acordo com a seguinte fórmula:

$$ID_i = \sum_{j=1}^e e_j / e$$

Onde:

$ID_i$  Índice de Divulgação da empresa  $i$ ;

$e_j$  Elemento de divulgação sobre instrumentos derivados  $j$  em análise.

Variável dicotómica, que assume o valor 0, se o elemento  $j$  não é divulgado, e o valor 1, se o elemento  $j$  é divulgado.

$e$  Número máximo de elementos analisados.

### ***Variáveis independentes***

As variáveis independentes resultam das hipóteses de investigação anteriormente formuladas e foram recolhidas através da análise dos Relatórios & Contas, relativos ao exercício de 2009, de cada uma das empresas estudadas.

#### **a) Tamanho (TAM)**

Utilizou-se, como medida do tamanho da empresa, o logaritmo do total de activo, apresentado no balanço, à data de 31 de Dezembro de 2009.

#### **b) Concentração de capital (CONC)**

Tendo-se verificado que num grande número de empresas, que constituem a amostra, existe apenas um único titular de capital, utilizou-se, como medida de concentração de capital, uma variável dicotómica, que assume o valor 1, se o capital se encontra concentrado num único titular, e o valor 0, se o capital não se encontra concentrado num único titular.

#### **c) Rentabilidade (RENT)**

Utiliza-se, como medida de rentabilidade, a rentabilidade do activo, medida através da seguinte fórmula:

$$\text{Resultado Líquido} / \text{Activo total líquido} \times 100.$$

#### **d) Endividamento (END)**

Para medir o nível de endividamento das empresas incluídas na amostra, utiliza-se, mais uma vez, a seguinte medida:

$$\text{Passivo Total} / \text{Capital Próprio} \times 100.$$

#### **e) Qualidade do auditor externo (Big 4)**

Para medir a qualidade do auditor externo, utiliza-se uma variável dicotómica que assume o valor 1, se o auditor externo é uma empresa pertencente às *Big 4*, e o valor 0, se o auditor externo não pertencente às *Big 4*.



**f) Aumento de Capital (AUMCap)**

Utiliza-se, como medida de aumento de capital, uma variável dicotómica, que assume o valor 1, se a empresa emitiu novas acções durante o exercício económico em análise, e o valor 0, se a empresa não emitiu novas acções durante o exercício.

**g) Existência de sistemas de incentivos baseados em acções (SIBA)**

Utiliza-se a mesma variável dicotómica que já havia sido utilizada no estudo anterior, que assume o valor 1, se a empresa detém sistemas de incentivos baseados em acções, e o valor 0, se a empresa não detém sistemas de incentivos baseados em acções, a fim de medir a existência de tais sistemas de incentivos.

**h) Sector económico (Banca/Seguros)**

Incluimos uma variável dicotómica para identificar o sector de actividade, das empresas financeiras, com os seguintes parâmetros:

- 1 – a empresa pertence ao sector bancário;
- 0 – a empresa não pertence ao sector bancário.

**i) Ramo de seguros (Vida/NVida)**

Incluimos, ainda, na primeira fase de investigação, uma variável para identificar, de entre as empresas do sector segurador, as empresas dedicadas ao ramo de seguros de vida e as empresas dedicadas ao ramo de seguros não vida. Esta variável contém os seguintes parâmetros:

- 1 – a empresa pertence ao ramo de seguros de vida;
- 0 – a empresa não pertence ao ramo de seguros de vida.

Apresenta-se, no quadro seguinte, um sumário das variáveis independentes utilizadas e das associações previstas com a variável dependente, em cada uma das fases de investigação definidas.

Quadro 3.2 – Variáveis Independentes e associação esperada com o ID

VARIÁVEL	FORMA DE DETERMINAÇÃO	ASSOCIAÇÃO ESPERADA COM O ID	HIPÓTESE
Tamanho (TAM)	Logaritmo do total de Activo	Positiva	HC1 HD1
Concentração de Capital (CONC)	CONC = Variável Dummy 1 – O capital encontra-se concentrado num único titular; 0 – O capital não se encontra concentrado num único titular.	Negativa	HC2 HD2
Rentabilidade	Rentabilidade do Activo (ROA) = $RI_{i,t} / \text{activo total líquido } \times 100$	Positiva	HC3 HD3
Endividamento (END)	END – <i>Debt to Equity Ratio</i> = $\text{Passivo total} / \text{capital próprio } \times 100$	Positiva	HC4 HD4
Qualidade do Auditor Externo (Big4)	Variável Dummy 1 – Pertencente às Big4; 0 – Não pertencente às Big 4.	Não prevista	HC5 HD5
Aumento de Capital (AUMCap)	Variável Dummy 1 – A empresa emitiu novas acções no ano corrente; 0 – A empresa não emitiu novas acções no ano corrente	Positiva	HC6 HD6
Sistema de incentivos baseados em acções (SIBA)	Variável Dummy 1 – Existência de sistemas de incentivos baseados em acções; 0 – Não existência de sistemas de incentivos baseados em acções.	Negativa	HC7 HD7
Sector Económico (Banca/Seguros/Vida/Nvida)	Sector = Variável Dummy 1 – A empresa pertence ao sector bancário; 0 – A empresa não pertence ao sector bancário. Ramo (empresas de seguros) = Variável Dummy 1 – A empresa pertence ao ramo de seguros de vida; 0 – A empresa não pertence ao ramo de seguros de vida.	Não prevista	HC8 HC9

### 2.3.2. Procedimentos estatísticos adoptados

Os dados foram tratados mediante a utilização do programa informático de análise de dados SPSS (*Statistical Package for the Social Sciences* – Versão 19 para Windows).

Na análise descritiva dos resultados, utilizaram-se as distribuições de frequência, absolutas e relativas, e medidas de localização (em particular medidas de tendência central e de dispersão, como a média e o desvio padrão).

No estudo dos factores determinantes do nível de divulgação de informação sobre instrumentos derivados, procedeu-se a uma análise univariada e multivariada. No âmbito da análise univariada, sempre que a amostra, em cada um dos grupos, contava com mais do que 30 observações, foram utilizados os testes paramétricos *t-Student*, para duas amostras independentes, e o Coeficiente de Correlação de *Pearson*, conforme as variáveis se classificassem em qualitativas ou quantitativas, respectivamente. Sempre que a amostra, em cada um dos grupos, contava com menos do que 30 observações, foi estudada a distribuição dos dados e:

- nos casos em que os dados seguiam uma distribuição normal, aplicaram-se os testes paramétricos referidos;
- nos casos em que os dados não seguissem uma distribuição normal, foram aplicados os testes não paramétricos de *Mann-Whitney* ou o Coeficiente de Correlação de *Spearman*, conforme as variáveis explicativas se classificassem em variáveis *dummy* ou quantitativas, respectivamente.

Para estudar a normalidade da distribuição, foi utilizado o teste não paramétrico de aderência à normal *Kolmogorov-Smirnov* (K-S), com a correcção de *Lilliefors* e o teste *Shapiro-Wilk*.

No âmbito da análise multivariada foi elaborado um modelo de regressão linear múltipla que utiliza, como variável dependente o ID e, como variáveis independentes, os potenciais factores determinantes do nível de divulgação de informação sobre instrumentos derivados referidos anteriormente.

A fim de testar a possibilidade de existência de multicolinearidade entre as variáveis independentes, foram analisadas as correlações entre variáveis, os valores VIF e os valores de tolerância.

Antes de procedermos à estimação dos resultados do modelo de regressão linear, verificamos a existência de valores extremos ou atípicos (*outliers*), os quais foram excluídos da amostra. Para o efeito, recorremos à análise dos resíduos, tendo-se identificado como *outliers*, os elementos que apresentassem valores de resíduos estandardizados, estudantizados e estudantizados *deleted*, com valores absolutos maiores que 1,96, a que corresponde um nível de significância de 5% (Pestana e Gageiro, 2008).

### 3. Estudo dos determinantes do nível de divulgação de informação de acordo com o normativo do *International Accounting Standards Board*

#### 3.1. Caracterização da amostra

##### 3.1.1. Composição da amostra

A amostra utilizada neste estudo é constituída pelas empresas pertencentes ao sector bancário e ao sector segurador, referidas na edição de Novembro de 2010 da Revista Exame. A referida revista apresenta um total de 81 empresas financeiras, contudo, não foi possível obter os relatórios e contas referentes a 8 empresas e, por isso, a amostra é constituída por 73 empresas (identificadas no Apêndice V), representativas de 82% das empresas referidas.

##### 3.1.2. Caracterização das empresas que compõem a amostra

Tendo em consideração que um dos objectivos deste estudo é a identificação dos factores determinantes do nível de divulgação de informação sobre instrumentos derivados, apresenta-se, de seguida, uma caracterização das empresas em função das variáveis independentes definidas anteriormente.

###### a) *Sector*

Relativamente ao sector de actividade – banca ou seguros – verifica-se, através da análise do quadro seguinte, que 53,42% das empresas pertencem ao sector segurador e 46,58% pertencem ao sector bancário.

**Quadro 3.3 – Distribuição das empresas por sector**

	N	%
<b>Seguradoras</b>	39	53,42%
<b>Bancos</b>	34	46,58%
<b>Total</b>	73	100%

###### b) *Ramo das empresas seguradoras*

Tendo em consideração apenas as empresas seguradoras, verifica-se que cerca de 36% se podem classificar como pertencentes ao ramo de seguros de vida e 64% pertencem ao ramo de seguros não vida.

**Quadro 3.4 – Distribuição das empresas seguradoras por ramo**

	N	%
Ramo não vida	25	64,10%
Ramo vida	14	35,90%
<b>Total</b>	<b>39</b>	<b>100%</b>

*c) Tamanho*

No que concerne ao tamanho, medido através do total de activo, o valor médio é de cerca de 6.000 milhões de euros (conforme quadro seguinte).

**Quadro 3.5 – Caracterização da amostra em função do tamanho**

	N	Mínimo	Máximo	Média	Desvio Padrão
Total Activo	73	€11.002.646,00	€105.808.700.323,00	€6.831.097.254,16	€19.682.669.274,54

*d) Concentração de capital*

Relativamente à concentração de capital, medida através de uma variável dicotómica, que assume o valor 1 se o capital se encontra concentrado num único titular e o valor 0, caso contrário, verifica-se que 45% das empresas têm apenas um titular do capital (conforme quadro seguinte).

**Quadro 3.6 – Caracterização da amostra em função da concentração de capital**

	N	%
Não	40	54,79%
Sim	33	45,21%
<b>Total</b>	<b>73</b>	<b>100%</b>

*e) Rentabilidade*

A rentabilidade do activo situa-se entre os -37,07% e os 6,55%, apresentando um valor médio de -0,53% (conforme quadro 3.7).

**Quadro 3.7 – Caracterização da amostra em função da rentabilidade do activo**

	N	Mínimo	Máximo	Média	Desvio Padrão
ROA	73	-37,07	6,55	-0,533	5,937

*f) Endividamento*

No que concerne ao nível de endividamento, o valor mínimo é de -4309,8% e o valor máximo de 4424,61%, sendo o valor médio igual a 912,75% (quadro 3.10).

**Quadro 3.8 – Caracterização da amostra em função do nível de endividamento (END2)**

	N	Mínimo	Máximo	Média	Desvio Padrão
Passivo/CP x100	73	-4.309,80	4.424,61	912,752	1.125,828

*g) Tipo de auditor*

Em relação ao tipo de auditor, verifica-se, pelo quadro seguinte, que 86,3% das empresas recorreram a uma das quatro maiores empresas de auditoria para proceder à emissão do relatório do auditor externo.

**Quadro 3.9 – Caracterização da amostra em função do tipo de auditor**

	N	%
Não	10	13,70%
Sim	63	86,30%
<b>Total</b>	<b>73</b>	<b>10000%</b>

*h) Aumento de Capital*

Durante o exercício económico de 2009, apenas 26% das empresas procedeu a um aumento do seu capital (conforme quadro 3.10).

**Quadro 3.10 – Caracterização da amostra em função do aumento de capital**

	N	%
Não	54	73,97%
Sim	19	26,03%
<b>Total</b>	<b>73</b>	<b>10000%</b>

*i) Sistemas de incentivos baseados em acções*

Das 73 empresas que compõem a amostra, apenas 6 (representativas de 8% das empresas) declaram possuir sistemas de incentivos baseados em acções (conforme quadro seguinte).

**Quadro 3.11 – Caracterização da amostra em função da existência de SIBA**

	N	%
Não	67	91,78%
Sim	6	8,22%
<b>Total</b>	<b>73</b>	<b>100%</b>

### 3.2. Resultados de investigação

Procede-se, de seguida, a uma análise descritiva da informação divulgada pelas empresas financeiras, identificando-se, posteriormente, os factores determinantes do nível de divulgação de informação sobre instrumentos derivados, por parte destas empresas, recorrendo-se a uma análise univariada e multivariada.

#### 3.2.1. Análise descritiva dos resultados

Das 73 empresas analisadas, apenas 14, representativas de 19%, não divulgam qualquer tipo de informação sobre operações com instrumentos derivados, sendo, por isso, as empresas divulgadoras representativas de cerca de 81% (conforme quadro seguinte).

**Quadro 3.12 – Empresas divulgadoras**

Divulga	N	%
Não	14	19,18%
Sim	59	80,82%
<b>Total</b>	<b>73</b>	<b>100,00%</b>

Quando considerados os dois sectores de actividade estudados, verifica-se (pelo quadro 3.13) que, nas empresas pertencentes ao sector de seguros, as empresas divulgadoras representam 84,62% das empresas e, no sector bancário, representam 76,47%. Conclui-se, assim, que existe uma maior percentagem de empresas divulgadoras no sector segurador.

**Quadro 3.13 – Empresas divulgadoras por sector**

Divulga		Sector			
		Seguros		Banca	
		N	%	N	%
Não	Não	6	15,38%	8	23,53%
	Sim	33	84,62%	26	76,47%
<b>Total</b>		<b>39</b>	<b>100%</b>	<b>34</b>	<b>100,00%</b>

Fazendo, agora, corresponder a cada categoria de informação um sub-índice de divulgação, apresentam-se, no quadro seguinte, os valores máximos, mínimos e médios tanto para o ID<sub>IASB</sub> global como para cada um dos sub-índices de divulgação considerados.



Quadro 3.14 – Medidas estatísticas sobre o índice de divulgação – todas as empresas

ID	Mínimo	Máximo	Média	Desvio Padrão
ID	0,00	0,63	0,25	0,18
ID1 – Políticas contabilísticas	0,00	0,67	0,29	0,21
ID2 – Informação específica sobre riscos	0,00	1,00	0,43	0,29
ID3 – Operações que não se qualificam como de cobertura de risco	0,00	1,00	0,50	0,46
ID4.1 – Cobertura de risco – informações gerais	0,00	1,00	0,27	0,36
ID4.2 – Coberturas de fluxos de tesouraria	0,00	0,43	0,01	0,07
ID4.3 – Coberturas de justo valor	0,00	1,00	0,12	0,33
ID4.4 – Coberturas de investimentos em entidades estrangeiras	0,00	0,00	0,00	0,00
ID5 – Justo valor	0,00	1,00	0,36	0,24

Conforme se verifica, pela análise do quadro, o valor médio do  $ID_{IASB}$  é de 0,25, indicativo de um nível de divulgação relativamente baixo, e o valor máximo é de 0,63.

O sub-índice que apresenta um valor médio de divulgação mais elevado é o  $ID_{IASB}3$ , relativo às operações que não se qualificam para efeitos de contabilidade de cobertura de risco. Convém salientar que, ao contrário do que se verificou nas empresas não financeiras, cotadas em bolsa, estas empresas não declaram a utilização de instrumentos derivados com o único propósito de cobertura de risco. Assim, incluem-se, nesta rubrica, divulgações relacionadas com operações contratadas com o objectivo de cobertura de risco, mas que não cumpriam com os critérios exigidos para o tratamento especial de cobertura, e operações contratadas com objectivos de negociação.

O segundo sub-índice com valor médio mais elevado é o  $ID_{IASB}2$ , relativo às informações específicas sobre riscos, que se poderá justificar pelas maiores exigências de divulgação sobre riscos que se impõem a este tipo de entidades, em particular aos bancos.

À semelhança do que se verificou no estudo da divulgação de informação por parte das empresas cotadas em bolsa, os sub-índices com valores médios mais baixos são os  $ID_{IASB}4.2$ ,  $ID_{IASB}4.3$  e  $ID_{IASB}4.4$ , relativos aos três tipos de cobertura de risco previstos na NIC 39 do IASB, indicando que as empresas financeiras também divulgam pouca informação sobre operações de cobertura de risco que se qualificam para efeitos de tratamento especial de cobertura.

No quadro seguinte apresentam-se as mesmas medidas estatísticas, considerando apenas as empresas divulgadoras. Conforme se verifica, os valores médios dos vários sub-índices aumentam ligeiramente, apesar de ainda apresentarem níveis de divulgação relativamente baixos. O valor médio do  $ID_{IASB}$  passa a ser de 0,31 e o valor mínimo de divulgação é de 0,05.

Quadro 3.15 – Medidas estatísticas sobre o índice de divulgação – considerando as empresas divulgadoras

	Mínimo	Máximo	Média	Desvio Padrão
<b>ID</b>	0,05	0,63	0,31	0,15
<b>ID1 – Políticas contabilísticas</b>	0,00	0,67	0,36	0,17
<b>ID2 – Informação específica sobre riscos</b>	0,00	1,00	0,54	0,22
<b>ID3 – Operações que não se qualificam como de cobertura de risco</b>	0,00	1,00	0,62	0,43
<b>ID4.1 – Cobertura de risco – informações gerais</b>	0,00	1,00	0,34	0,37
<b>ID4.2 – Coberturas de fluxos de tesouraria</b>	0,00	0,43	0,01	0,08
<b>ID4.3 – Coberturas de justo valor</b>	0,00	1,00	0,15	0,36
<b>ID4.4 – Coberturas de investimentos em entidades estrangeiras</b>	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>ID5 – Justo valor</b>	0,00	1,00	0,45	0,18

Os resultados obtidos sugerem a necessidade de revisão dos mecanismos de *enforcement*, por parte das entidades reguladoras, no sentido de promover a divulgação de informação sobre as operações realizadas nos mercados de derivados. As entidades analisadas, principalmente as entidades bancárias, utilizam instrumentos derivados, quer com o objectivo de negociação, quer com o objectivo de cobertura de risco em outras operações. Todavia, o nível de divulgação apresentado, principalmente no que concerne às operações de cobertura de risco, é demasiado incipiente para que o utilizador das demonstrações financeiras perceba o envolvimento destas entidades em operações com instrumentos derivados. Estes resultados poderão, contudo, ser explicados à luz da Teoria de *Proprietary Costs*, uma vez que estas entidades poderão evitar a divulgação de informação sobre este tipo de operações por recearem os efeitos negativos que essa divulgação possa ter para a própria entidade.

Por outro lado, estes resultados poderão, mais uma vez, justificar-se pelo facto de as entidades terem dificuldades em cumprir com os requisitos necessários para que determinadas operações se possam qualificar para efeitos de contabilidade de cobertura, levando-as a classificá-las como operações de não cobertura. Assim, esperamos que a aprovação das propostas previstas no *Exposure Draft* do IASB e sua adopção em Portugal, pelas entidades financeiras, venha a simplificar os requisitos necessários para a qualificação das operações para efeitos de contabilidade de cobertura, reflectindo-se no nível de divulgação de informação sobre esse tipo de operações.

Apresentam-se, nos quadros 3.16 e 3.17, as mesmas medidas estatísticas, considerando, respectivamente, as empresas pertencentes ao sector bancário e as empresas pertencentes ao sector segurador.

Conforme se verifica, o ID<sub>IASB</sub> apresenta um valor médio de 0,3 nos bancos e um valor médio de 0,21 nas seguradoras. Os valores médios dos vários índices de divulgação considerados são sempre mais elevados nas empresas pertencentes ao sector bancário, indicando que estas empresas apresentam maiores níveis de divulgação de informação sobre instrumentos derivados que as empresas pertencentes ao sector segurador.

Estes resultados poderão justificar-se devido ao facto de as entidades pertencentes ao sector bancário estarem mais sujeitas a um maior escrutínio, por parte das entidades reguladoras, levando-as a apresentar níveis de divulgação mais elevados. Por outro lado, tendo em consideração a Teoria de Legitimidade, é expectável que estas entidades, na sequência dos acontecimentos que levaram à mais recente crise financeira internacional, se preocupem em informar sobre as actividades levadas a cabo no mercado de derivados e sobre as estratégias de gestão de risco implementadas. Todavia, mesmo nas entidades bancárias, o nível médio de divulgação apresentado continua a ser bastante reduzido, exigindo a atenção das entidades reguladoras.

**Quadro 3.16 – Medidas estatísticas sobre o índice de divulgação – bancos**

	Mínimo	Máximo	Média	Desvio Padrão
ID	0,00	0,63	0,30	0,20
ID1 – Políticas contabilísticas	0,00	0,67	0,34	0,24
ID2 – Informação específica sobre riscos	0,00	1,00	0,46	0,31
ID3 – Operações que não se qualificam como de cobertura de risco	0,00	1,00	0,69	0,43
ID4.1 – Cobertura de risco – informações gerais	0,00	1,00	0,38	0,40
ID4.2 – Coberturas de fluxos de tesouraria	0,00	0,43	0,01	0,07
ID4.3 – Coberturas de justo valor	0,00	1,00	0,26	0,45
ID4.4 – Coberturas de investimentos em entidades estrangeiras	0,00	0,00	0,00	0,00
ID5 – Justo valor	0,00	1,00	0,40	0,27

**Quadro 3.17 – Medidas estatísticas sobre o índice de divulgação – seguradoras**

	Mínimo	Máximo	Média	Desvio Padrão
ID	0,00	0,53	0,21	0,14
ID1 – Políticas contabilísticas	0,00	0,67	0,26	0,18
ID2 – Informação específica sobre riscos	0,00	1,00	0,41	0,27
ID3 – Operações que não se qualificam como de cobertura de risco	0,00	1,00	0,33	0,42
ID4.1 – Cobertura de risco – informações gerais	0,00	0,80	0,18	0,30
ID4.2 – Coberturas de fluxos de tesouraria	0,00	0,43	0,01	0,07
ID4.3 – Coberturas de justo valor	0,00	0,00	0,00	0,00
ID4.4 – Coberturas de investimentos em entidades estrangeiras	0,00	0,00	0,00	0,00
ID5 – Justo valor	0,00	0,50	0,33	0,21

### 3.2.2. Análise dos factores determinantes do nível de divulgação

Com o objectivo de identificar os factores determinantes do nível de divulgação de informação, analisou-se a relação existente entre a variável dependente, índice de divulgação, e as variáveis independentes apresentadas no capítulo anterior. Para o efeito, recorreu-se a uma análise univariada, através do programa SPSS, tendo-se comparado os níveis médios do  $ID_{IASB}$  em duas amostras independentes, para as variáveis dicotómicas, e testado a existência de uma correlação significativa com o  $ID_{IASB}$ , para as variáveis quantitativas.

No que respeita às variáveis *dummy*:

- foi aplicado o teste paramétrico *T-Student*, para duas amostras independentes, às variáveis Banca/Seguros e CONC, uma vez que a amostra é constituída por mais do que 30 observações em cada um dos grupos; e

- o teste não paramétrico de *Mann-Whitney*, para duas amostras independentes, às variáveis Big4, AumCap e SIBA, uma vez que não se verifica a existência de mais do que 30 observações em cada um dos grupos e as variáveis não seguem uma distribuição normal<sup>92</sup>.

Os resultados constam dos quadros seguintes:

Quadro 3.18 – Resultados dos testes T

		N	Média	Desvio Padrão	t	Sig.	Intervalo de Confiança
Banca/Seguros	Banca	34	0,296	0,20	2,16	0,035	] 0,00675;0,17432[
	Seguros	39	0,205	0,14			
CONC	Sim	33	0,236	0,18	-0,49	0,629	] -0,10487;0,06380[
	Não	40	0,257	0,18			

Quadro 3.19 – Resultados dos testes de *Mann-Whitney*

		N	Ranking Médio	Mann-Whitney U	Z	Sig.
Big 4	Sim	63	39,59(R <sub>1</sub> )	152,00	-2,627	0,009
	Não	10	20,70(R <sub>2</sub> )			
AumCap	Sim	19	40,63(R <sub>3</sub> )	444,00	-0,872	0,383
	Não	54	35,72(R <sub>4</sub> )			
SIBA	Sim	6	48,92(R <sub>5</sub> )	123,50	-1,525	0,127
	Não	66	35,37(R <sub>6</sub> )			

Verifica-se a existência de associação entre a variável  $ID_{IASB}$  e as variáveis Banca/Seguros e Big4, podendo concluir-se que, em média, o valor do índice será maior para as empresas

<sup>92</sup> Conforme resultados dos testes à normalidade das variáveis independentes apresentadas no Apêndice VI.

pertencentes ao sector bancário (conforme se comprova pelo intervalo de confiança) e para as empresas cujo auditor externo é uma Big 4 ( $R_1 > R_2$ ). Para as restantes variáveis nominais independentes não se verifica qualquer associação com a variável dependente.

Procedeu-se também à análise da relação existente entre a variável dependente, índice de divulgação, e a variável independente Ramo vida/Não vida nas empresas pertencentes ao sector dos seguros<sup>93</sup> e, conforme se verifica pela análise dos resultados apresentados no quadro 3.20, o valor do índice será maior nas empresas do ramo vida ( $R_8 > R_7$ ).

**Quadro 3.20 – Resultados dos testes de *Mann-Whitney***

		N	Ranking Médio	Mann-Whitney U	Z	Sig.
Ramo	Não Vida	25	15,68( $R_7$ )			
	Vida	14	27,71( $R_8$ )	67,00	-3,175	0,001

Estes resultados estão de acordo com as hipóteses formuladas, uma vez que se esperava um nível de divulgação diferente nas empresas cujo auditor externo fosse uma empresa de auditoria pertencente às Big 4 e diferente entre empresas do sector bancário e do sector segurador e entre as empresas de seguros pertencentes ao ramo de seguros de vida e as pertencentes ao ramo de seguros não vida.

Por outro lado, os resultados obtidos são, também, consistentes com a Teoria Institucional, uma vez que se verifica algum isomorfismo, no que concerne ao nível de divulgação, entre as empresas pertencentes ao mesmo sector económico (banca ou seguros) ou ao mesmo ramo de actividade (ramo vida e não vida, para as empresas seguradoras), uma vez que se verifica um nível de divulgação mais elevado nos bancos e, nas empresas seguradoras, naquelas que se dedicam ao ramo dos seguros de vida. Para além disso, conforme já referido anteriormente, são também consistentes com a Teoria de Legitimidade, uma vez que se verifica um nível de divulgação mais elevado nas entidades bancárias.

O facto de se verificar uma associação positiva entre o  $ID_{IASB}$  e a variável Big 4 permite-nos, ainda, concluir pela existência de alguma preocupação, por parte das entidades analisadas, com os custos de agência, levando-as a contratar grandes empresas de auditoria, que monitorizem os gestores e promovam a divulgação de informação.

No que respeita às variáveis quantitativas, uma vez que a amostra inclui mais do que 30 observações, foi aplicado o coeficiente de correlação de *Pearson*, a fim de medir a associação existente entre a variável dependente  $ID_{IASB}$  e as variáveis independentes TAM, ROA e END, cujos resultados se apresentam no quadro seguinte.

<sup>93</sup> Para o efeito, foram excluídas da amostra as empresas pertencentes ao sector bancário.

**Quadro 3.21 – Coeficiente de correlação R de Pearson**

		ID	TAM	ROA	END
ID	Coeficiente de Correlação	1	0,751	0,242	0,355
	Sig.		0,000	0,039	0,002
	N	73	73	73	73

Verifica-se, para um nível de significância de 5%, uma correlação positiva entre a variável dependente  $ID_{IASB}$  e todas as variáveis independentes consideradas. Assim, podemos afirmar que o nível de divulgação de informação sobre instrumentos derivados será maior nas empresas de maior tamanho, com maiores níveis de endividamento e de rentabilidade do activo. Estes resultados são consistentes com as hipóteses formuladas, uma vez que se esperava uma associação positiva entre o  $ID_{IASB}$  e as referidas variáveis independentes. São, por isso, também, consistentes com os postulados das Teorias de Legitimidade, de Sinalização e da Agência, à luz das quais formulamos as referidas hipóteses.

No quadro 3.22 encontram-se resumidos os resultados da análise univariada, com indicação dos factores explicativos do nível de divulgação de informação sobre instrumentos derivados nas empresas pertencentes ao sector bancário e ao sector segurador.

**Quadro 3.22 – Factores Explicativos do nível de divulgação nas empresas bancárias e seguradoras – análise univariada**

Factores explicativos do nível de divulgação sobre instrumentos derivados
Tamanho
Rentabilidade (ROA)
Endividamento (END)
Banca/Seguros
Tipo de auditor
Ramo Vida/Não vida

### ***Modelo de regressão linear múltipla***

À semelhança do que efectuámos no estudo para as empresas cotadas em bolsa, desenvolveu-se um modelo de regressão linear múltipla, em consonância com as hipóteses formuladas, considerando como variável dependente o Índice de Divulgação ( $ID_{IASB}$ ), e que se expressa da seguinte forma (quadro 3.23):

**Quadro 3.23 – Modelo de regressão linear múltipla - ID<sub>IASB</sub>**

$$ID_{IASB} = \alpha_0 + \beta_1 TAM + \beta_2 CONC + \beta_3 REN + \beta_4 ROA + \beta_5 Big4 + \beta_6 AumCap + \beta_7 SIBA + \beta_8 Banca/Seguros + \varepsilon_i$$

**TAM:** Tamanho, medido pelo logaritmo do total de Activo;  
**CONC:** Concentração de Capital - Variável *Dummy*  
 1 – O capital está concentrado num único titular;  
 0 – O capital não está concentrado num único titular;  
**ROA:** Rentabilidade, medida pela Rentabilidade do Activo;  
**END:** Endividamento, medido pelo indicador Total de passivo/Total de Capital Próprio x 100;  
**Big 4:** Qualidade do Auditor Externo - Variável *Dummy*:  
 1 – Pertencente às Big4;  
 0 – Não pertencente às Big 4;  
**AumCap:** Aumento de capital - Variável *Dummy*:  
 1 – A empresa emitiu novas acções durante o exercício;  
 0 – A empresa não emitiu novas acções durante o exercício;  
**SIBA:** Existência de planos de opções sobre acções para empregados - Variável *Dummy*:  
 1 – Existência de Stock Options para empregados;  
 0 – Não existência de Stock Options para empregados;  
**Banca/Seguros:** Sector económico – variável *Dummy*:  
 1 – A empresa pertence ao sector bancário;  
 0 – A empresa não pertence ao sector bancário;

**a) Estimação do modelo considerando empresas divulgadoras e não divulgadoras**

Num primeiro momento, o modelo foi estimado para a totalidade da amostra, constituída pelas empresas divulgadoras e não divulgadoras de informação sobre instrumentos derivados, tendo-se obtido os resultados constantes nos quadros 3.24 e 3.25.

A fim de testar a possível existência de multicolinearidade entre as variáveis independentes foi elaborada a matriz de correlações entre as variáveis e foram calculados os valores de tolerância e VIF, cujos resultados se apresentam no Apêndice VII. Os resultados obtidos apontam para a inexistência de multicolinearidade entre as variáveis independentes.

**Quadro 3.24 – Resultados do Modelo de Regressão Linear considerando todas as empresas - ID<sub>IASB</sub>**

Modelo		Coefficientes não Standard.		Coefficientes Standard.	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-0,982	0,138		-7,143	0,000
	TAM	0,061	0,008	0,793	7,957	0,000
	CONC	-0,044	0,028	-0,127	-1,606	0,114
	ROA	0,0001728	0,003	0,006	0,066	0,948
	END	-0,00000021	0,000	-0,001	-0,015	0,988
	Big 4	0,044	0,051	0,082	0,861	0,393
	AumCap	-0,080	0,033	-0,202	-2,395	0,020
	SIBA	-0,036	0,052	-0,059	-0,699	0,487
	Banca/Seguros	0,030	0,031	0,087	0,973	0,334

**Quadro 3.25 – Resultados da ANOVA considerando todas as empresas - ID<sub>IASB</sub>**

Modelo			Soma dos quadrados	df	Média dos quadrados	F	Sig.
1	R <sup>2</sup> = 0,669	Regression	1,383	8	0,173	15,159	0,000
	R Ajust. = 0,625	Residual	0,684	60	0,011		
		Total	2,067	68,000			

Conforme se verifica, pela análise dos quadros, para um nível de significância de 5%, as variáveis TAM e AumCap apresentam-se como factores explicativos do nível de divulgação de informação sobre instrumentos derivados. Contudo, a variável TAM apresenta uma associação positiva com a variável dependente, enquanto a variável AumCap apresenta uma associação negativa com a variável dependente. Podemos, então, concluir que o nível de divulgação de informação sobre instrumentos derivados será maior nas empresas de maior tamanho e nas empresas que não procederam a um aumento de capital durante o exercício económico de 2009.

Este resultado é consistente com a Teoria de Legitimidade, uma vez que se verifica, conforme previsto, que as empresas de maior tamanho, porque se sentem sujeitas a maior atenção, por parte dos diversos agentes, se preocupam com a manutenção da sua reputação.

O resultado obtido para a variável AumCap poderá ser explicado à luz da Teoria de Legitimidade e da Teoria de Sinalização, uma vez que, o facto de os instrumentos derivados se encontrarem conotados com riscos de perdas elevados e alguns desastres financeiros, poderá ter levado as empresas a evitarem a divulgação de informação relacionada com este tipo de operações, por recearem o impacto que essa divulgação pudesse ter na cotação das suas acções. Por outro lado, de acordo com a Teoria de *Proprietary Costs*, as empresas receiam a divulgação de informação que possa ser utilizada por outras entidades de forma prejudicial. Assim, as empresas que pretendem proceder a um aumento de capital, poderão evitar a divulgação de informação sobre operações com instrumentos derivados por recearem a forma como essa informação possa ser utilizada.

Estes resultados estão de acordo com os resultados obtidos na análise univariada, onde já se havia concluído pela existência de uma associação positiva entre a variável ID<sub>IASB</sub> e a variável tamanho. Todavia, as variáveis sector de actividade, tipo de auditor, rentabilidade e endividamento, que, na análise univariada, apresentam correlação com a variável dependente, não são factores explicativos do ID<sub>IASB</sub> no modelo de regressão linear múltipla. Por outro lado, não havíamos obtido qualquer associação, estatisticamente significativa, com a variável AumCap.



Os resultados obtidos no modelo de regressão permitem validar a hipótese C1, mas não permitem validar a hipótese C6, que previa uma associação positiva entre a variável dependente e a variável AumCap. Por outro lado, não estão de acordo com as restantes hipóteses formuladas, uma vez que também se previa uma associação positiva com as variáveis rentabilidade, endividamento e qualidade do auditor, uma associação negativa com as variáveis concentração de capital e sistemas de incentivos baseados em acções e uma associação, positiva ou negativa, com o sector de actividade. Todavia, excepto no que respeita à variável END (cujo coeficiente apresenta um valor bastante baixo, indicando uma associação quase insignificativa), verifica-se, pelos coeficientes de correlação, constantes do quadro 3.24, que as associações entre estas variáveis e a variável dependente, apesar de não serem significativas, apresentam o sinal esperado nas hipóteses formuladas.

O nível de significância do teste  $t$  (constante do quadro 3.24) permite confirmar a existência de uma relação linear entre as variáveis explicativas e a variável dependente, concluindo-se que as variáveis TAM e AumCap têm poder explicativo no valor do  $ID_{IASB}$ .

O nível de significância do teste F (constante no quadro 3.25) permite validar o modelo em termos globais e concluir que o modelo se mostra adequado para descrever a relação existente entre as variáveis explicativas e a variável dependente. O valor de  $R^2$  permite-nos concluir que o modelo estimado explica 66,9% do valor do  $ID_{IASB}$ .

#### **b) Estimação do modelo considerando apenas as empresas divulgadoras**

Num segundo momento, o modelo foi estimado para a amostra constituída apenas pelas empresas divulgadoras de informação sobre instrumentos derivados e foram obtidos os resultados apresentados nos quadros seguintes<sup>94</sup>.

---

<sup>94</sup> Apresentam-se, no Apêndice VII, a matriz de correlações entre as variáveis e os valores de tolerância e VIF. Comprova-se, pelos resultados obtidos, pela inexistência de multicolinearidade entre as variáveis independentes.

**Quadro 3.26 – Resultados do Modelo de Regressão Linear considerando as empresas divulgadoras -  $ID_{IASB}$**

Modelo		Coefficientes não Standard.		Coefficientes Standard.	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-0,555	0,147		-3,785	0,000
	TAM	0,038	0,008	0,570	4,828	0,000
	CONC	-0,015	0,026	-0,051	-0,568	0,573
	ROA	-0,00120	0,004	-0,035	-0,322	0,749
	END	0,0000142	0,000	0,122	1,139	0,260
	Big 4	0,041	0,061	0,073	0,670	0,506
	AumCap	-0,080	0,032	-0,245	-2,498	0,016
	SIBA	-0,012	0,048	-0,024	-0,250	0,804
	Banca/Seguros	0,106	0,031	0,368	3,435	0,001

**Quadro 3.27 – Resultados da ANOVA considerando as empresas divulgadoras -  $ID_{IASB}$**

Modelo			Soma dos quadrados	df	Média dos quadrados	F	Sig.
1	$R^2 = 0,655$	Regression	0,76316837	8	0,095	11,376	0,000
	$R \text{ Ajust.} = 0,597$	Residual	0,40252634	48	0,008		
		Total	1,16569471	56,000			

Observa-se, pela análise dos quadros, que, para além das variáveis TAM e AumCap, também a variável Banca/Seguros, se apresenta como factor explicativo da divulgação de informação sobre instrumentos derivados. Mais uma vez, a variável TAM apresenta uma associação positiva com o  $ID_{IASB}$ , enquanto a variável AumCap apresenta uma associação negativa. A variável Banca/Seguros apresenta, também, uma associação positiva com a variável dependente, indicando que o nível de divulgação de informação sobre instrumentos derivados será maior nas empresas pertencentes ao sector bancário, o que, mais uma vez, confirma a preocupação, por parte destas entidades, com a sua legitimidade.

Pode concluir-se que, o valor do  $ID_{IASB}$  aumenta à medida que também aumenta o tamanho da empresa, se a empresa não procedeu a um aumento de capital durante o exercício económico de 2009 e se pertencer ao sector bancário, validando-se, desta forma as hipóteses C1 e C8. Todavia, não foi possível validar as hipóteses C2, C3, C4, C5, C6 e C7.

Estes resultados estão de acordo com os resultados obtidos na análise univariada, onde já se havia concluído pela existência de uma associação positiva entre a variável  $ID_{IASB}$  e as variáveis tamanho e sector de actividade. Todavia, na análise univariada não havíamos obtido evidência empírica de existência de qualquer associação entre a variável AumCap e a variável dependente. Agora, é possível comprovar, através do modelo de regressão linear, a

existência de uma associação significativamente negativa, indicando que as empresas, que procederam a um aumento de capital durante o exercício económico, apresentaram níveis de divulgação mais reduzidos.

Contudo, mais uma vez, se verifica que as variáveis tipo de auditor, rentabilidade e endividamento, que, na análise univariada, apresentam correlação com a variável dependente, não são factores explicativos do  $ID_{IASB}$  no modelo de regressão linear múltipla, considerando apenas as empresas divulgadoras. Porém, comprova-se que, para as variáveis independentes CONC, END, Big 4 e SIBA, os coeficientes de correlação, constantes do quadro 3.26, apesar de não se revelarem significativos, apresentam os sinais previstos nas hipóteses formuladas. No que concerne à variável ROA, ao contrário do esperado, esta variável apresenta uma associação negativa com o  $ID_{IASB}$ . Todavia, o valor do coeficiente de correlação é bastante reduzido, indicador de uma associação quase insignificativa.

Mais uma vez, o nível de significância do teste  $t$  (constante do quadro 3.26) permite confirmar a existência de uma relação linear entre as variáveis explicativas e a variável dependente, e o nível de significância do teste  $F$  (constante no quadro 3.27) permite validar o modelo em termos globais. O valor de  $R^2$  permite concluir que o modelo explica, em termos globais, 65,5% do  $ID_{IASB}$ .

Dada a inexistência de outros estudos que identifiquem os factores determinantes da divulgação de informação sobre instrumentos derivados, nas entidades financeiras, torna-se impossível estabelecer comparações com os resultados obtidos. Todavia, apesar de conscientes das limitações inerentes, apresentamos de seguida, uma comparação entre os nossos resultados e os resultados obtidos por Peters, *et al.* (2001), Chalmers e Godfrey (2004), Mir Fernández, *et al.* (2006), Hassan, *et al.* (2006/2007), Lopes e Rodrigues (2007), Lemos, *et al.* (2009) e Hassan, *et al.* (2009) e no estudo apresentado no capítulo anterior. Chamamos, contudo, a atenção do leitor, para o facto de estarmos a comparar resultados obtidos em diferentes tipos de entidades, que poderão justificar a maior parte das diferenças encontradas.

Assim, os resultados deste estudo são consistentes com os resultados obtidos por:

- Chalmers e Godfrey (2004), Mir Fernández, *et al.* (2006), Hassan, *et al.* (2006/2007), Lopes e Rodrigues (2007), Lemos, *et al.* (2009) e Hassan, *et al.* (2009), que também obtiveram evidência empírica da associação existente entre o valor do índice de divulgação e o tamanho da empresa;

- Chalmers e Godfrey (2004) e Lopes e Rodrigues (2007), que obtêm evidência empírica de uma associação com o sector de actividade em que a empresa se insere.

São ainda consistentes com os resultados obtidos por Chalmers e Godfrey (2004), Mir Fernández, *et al.* (2006) e Lopes e Rodrigues (2007), que não obtiveram qualquer associação com a variável concentração de capital, e com os resultados obtidos por Mir Fernández, *et al.* (2006), que também não obtiveram evidência empírica de qualquer associação entre o nível de divulgação e o nível de rentabilidade.

Todavia, não são consistentes com os resultados obtidos por Peters, *et al.* (2001) e Chalmers e Godfrey (2004), que verificam a existência de uma associação positiva com o facto de a empresa ter procedido a um aumento de capital durante o exercício económico em análise.

Para além disso, não são também consistentes com os resultados obtidos por:

- Lopes e Rodrigues (2007), que obtêm evidência de uma associação positiva com o tipo de auditor;

- Mir Fernández, *et al.* (2006), Hassan, *et al.* (2006/2007) e Hassan, *et al.* (2009), que concluem pela existência de uma associação positiva entre o nível de divulgação e o nível de endividamento;

- Hassan, *et al.* (2006/2007), que obtêm evidência empírica de uma associação positiva entre a rentabilidade e a informação divulgada; e

- Aggarwal e Simkins (2004), que concluem pela existência de uma associação negativa com a existência de planos de incentivos baseados em acções.

Por outro lado, não são também consistentes com os resultados obtidos no estudo da divulgação de informação por parte das empresas cotadas em bolsa, para o qual obtivemos, ainda, evidência empírica de uma associação positiva entre o nível de divulgação e as variáveis tipo de auditor, nível de endividamento e sistemas de incentivos baseados em acções e uma associação negativa com a variável rentabilidade.

Finalmente, os resultados obtidos são consistentes com as Teorias de Legitimidade, de Sinalização e de *Proprietary Costs*.

#### 4. Estudo dos determinantes do nível de divulgação de informação de acordo com as recomendações do *Basel Committee on Banking Supervision* e da *International Organization of Securities Commissions*

Tendo em consideração as recomendações do BCBS e da IOSCO, no que concerne à divulgação de informação sobre operações com instrumentos financeiros, em particular com instrumentos derivados, e riscos incorridos com a sua contratação, pretende-se, nesta fase de investigação, analisar o grau de cumprimento, e seus factores determinantes, com as referidas recomendações, por parte dos bancos a operar em Portugal.

Para o efeito, foi utilizado o índice de divulgação de informação apresentado por Yong, *et al.* (2005), descrito no Anexo I.

##### 4.1. Caracterização da amostra

###### 4.1.1. Composição da amostra

A amostra compreende todas as empresas pertencentes ao sector bancário, referidas na edição de Novembro de 2010 da Revista Exame, num total de 34 instituições<sup>95</sup>.

###### 4.1.2. Caracterização das empresas que compõem a amostra

Apresenta-se, de seguida, uma caracterização das empresas em função das variáveis independentes definidas no ponto 1.2 deste capítulo.

###### a) *Tamanho*

O tamanho das empresas que constituem a amostra varia entre um valor mínimo aproximado de 12 milhões de euros e um valor máximo superior a 105.000 milhões de euros, sendo o valor médio aproximado de 13.000 milhões de euros (conforme quadro seguinte).

Quadro 3.28 – Caracterização da amostra em função do tamanho

	N	Mínimo	Máximo	Média	Desvio Padrão
Total Activo	34	€12.150.393,00	€105.808.700.323,00	€13.122.006.963,38	27.535.152.083,36

###### b) *Concentração de capital*

Das 34 empresas que compõem a amostra, 12 (representativas de 35,29%) têm o capital concentrado num único titular (quadro 3.29)

<sup>95</sup> Identificadas no Apêndice V.

**Quadro 3.29 – Caracterização da amostra em função da concentração de capital**

	N	%
Não	22	64,71%
Sim	12	35,29%
<b>Total</b>	<b>34</b>	<b>100%</b>

*c) Rentabilidade*

A rentabilidade do activo situa-se entre os -3,67% e os 5,12%, apresentando um valor médio de 0,316% (quadro 3.30).

**Quadro 3.30 – Caracterização da amostra em função da rentabilidade do activo**

	N	Mínimo	Máximo	Média	Desvio Padrão
ROA	34	-3,67	5,12	0,316	1,861

*d) Endividamento*

O nível de endividamento apresenta um valor médio igual a 990,04%, (quadro 3.31).

**Quadro 3.31 – Caracterização da amostra em função do nível de endividamento (END)**

	N	Mínimo	Máximo	Média	Desvio Padrão
Passivo/CP	34	-4309,80	3032,24	990,037	1261,459

*e) Tipo de auditor*

O auditor externo da maior parte das empresas analisadas (88,24%) é uma das quatro maiores empresas de auditoria (conforme quadro 3.32)

**Quadro 3.32 – Caracterização da amostra em função do tipo de auditor**

	N	%
Não	4	11,76%
Sim	30	88,24%
<b>Total</b>	<b>34</b>	<b>100%</b>

*f) Aumento de Capital*

Verifica-se, através da análise do quadro seguinte, que, das empresas estudadas, apenas 38,24% procederam a um aumento do seu capital, durante o exercício económico de 2009.

Quadro 3.33 – Caracterização da amostra em função do aumento de capital

	N	%
Não	21	61,76%
Sim	13	38,24%
Total	34	100%

g) *Sistemas de incentivos baseados em acções*

Apenas 17,65% das empresas analisadas declara possuir sistemas de incentivos baseados em acções (conforme quadro seguinte).

Quadro 3.34 – Caracterização da amostra em função da existência de SIBA

	N	%
Não	28	82,35%
Sim	6	17,65%
Total	34	100%

## 4.2. Resultados de investigação

Apresentam-se, de seguida, os resultados da investigação, através de uma análise descritiva do tipo e nível de divulgação apresentados e da identificação dos factores determinantes do nível de divulgação, com recurso à análise univariada e à análise multivariada.

### 4.2.1. Análise descritiva dos resultados

Relativamente à divulgação de informação sobre operações com instrumentos derivados, verifica-se, conforme quadro seguinte, que 23,53% das empresas analisadas (um total de 8 empresas) não divulgam qualquer tipo de informação, sendo as empresas divulgadoras representativas de 76,47% do total das empresas.

Quadro 3.35 – Empresas divulgadoras

Divulga	N	%
Não	8	23,53%
Sim	26	76,47%
Total	34	100,00%

No quadro seguinte, apresentam-se os valores máximos, mínimos e médios, tanto para o ID<sub>Basiléia</sub> global, como para cada um dos sub-índices de divulgação considerados.

Quadro 3.36 – Medidas estatísticas sobre ID<sub>Basiléia</sub> – todas as empresas

	Mínimo	Máximo	Média	Desvio Padrão
<b>ID - Índice de divulgação Global</b>	0,00	0,41	0,15	0,12
<b>ID_A - Geral</b>	0,00	0,67	0,32	0,18
<b>ID_B Divulgações qualitativas</b>	0,00	0,31	0,10	0,10
ID_B1 - Geral	0,00	0,43	0,14	0,14
ID_B2 - Gestão de risco	0,00	0,75	0,25	0,21
ID_B3 - Risco de mercado	0,00	0,57	0,10	0,15
ID_B4 - Risco de crédito	0,00	0,27	0,04	0,08
ID_B5 - Risco de liquidez	0,00	0,00	0,00	0,00
ID_B6 - Riscos diversos	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>ID_C - Contabilidade e Método de Avaliação</b>	0,00	0,60	0,25	0,20
<b>ID_D - Divulgação Quantitativa</b>	0,00	0,50	0,12	0,12
ID_D1 - Geral				
ID_D2 - Risco de mercado	0,00	0,56	0,09	0,16
ID_D3 - Risco de crédito	0,00	0,38	0,05	0,09
ID_D4 - Risco de liquidez	0,00	0,25	0,04	0,09
ID_D5 - Outros riscos	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>ID_E - Resultados</b>	0,00	0,54	0,14	0,15
ID_E1 - Derivados de negociação	0,00	0,60	0,22	0,18
ID_E2 - Derivados de não negociação	0,00	0,63	0,10	0,16

Constata-se que o valor médio do ID<sub>Basiléia</sub> Global é de 0,15, indicativo de um nível de divulgação muito baixo, e o valor máximo é de 0,41.

Estes valores são mais baixos do que os valores apresentados no estudo anterior, relativo à informação divulgada de acordo com o normativo do IASB, para a qual, nas entidades bancárias, se apresentava um valor médio de 0,30 e um valor máximo de 0,63.

O sub-índice que apresenta um valor médio de divulgação mais elevado é o ID<sub>Basiléia</sub>-A (0,32), relativo a informações gerais, seguido do ID<sub>Basiléia</sub>-C (0,25), correspondente à informação relacionada com contabilidade e métodos de avaliação. Este resultado pode ser explicado pelo facto de existirem maiores exigências no que concerne à divulgação de informação de carácter contabilístico, devido à adopção das Normas Contabilísticas Ajustadas, que acolhem a maior parte das disposições previstas no normativo do IASB.

No que concerne à informação de carácter qualitativo, o valor médio, em termos globais, é de 0,10, sendo a informação relativa à gestão de riscos a que apresenta uma média mais elevada (0,25), seguida da informação geral (0,14), da informação sobre risco de mercado (0,10) e sobre risco de crédito (0,04).

Relativamente à informação de carácter quantitativo, o valor médio global é de 0,12, ligeiramente superior ao valor médio de informação qualitativa. A informação geral



(ID<sub>Basileia</sub>-D1) é a que apresenta valor médio mais elevado (0,35), seguida da informação sobre risco de mercado (0,09), risco de crédito (0,05) e risco de liquidez (0,04).

Finalmente, no que concerne à informação sobre resultados, o valor médio global é de 0,14, verificando-se um maior volume de informação sobre operações de negociação (valor médio igual a 0,22), relativamente às operações de não negociação (valor médio igual a 0,10). Este resultado comprova que as entidades bancárias utilizam instrumentos derivados, essencialmente, com o propósito de negociação.

Havíamos concluído, na etapa de investigação anterior, que as empresas financeiras apresentavam maiores níveis de divulgação de informação sobre riscos. É, por isso, interessante verificar, agora, que a informação de carácter quantitativo é superior à informação de carácter qualitativo e que o tipo de informação mais divulgado diz respeito a informações gerais, seguida da informação sobre risco de mercado e, posteriormente, sobre risco de crédito.

Considerando, agora, apenas as empresas divulgadoras, comprova-se um ligeiro aumento nos valores médios dos vários sub-índices, apesar de ainda representarem níveis de divulgação relativamente baixos (conforme quadro 3.37). O valor médio do ID<sub>Basileia</sub> passa a ser de 0,19 e o valor mínimo de divulgação é de 0,02.

**Quadro 3.37 – Medidas estatísticas sobre o ID<sub>Basileia</sub> – considerando as empresas divulgadoras**

	Mínimo	Máximo	Média	Desvio Padrão
<b>ID - Índice de divulgação Global</b>	0,02	0,41	0,19	0,11
<b>ID_A - Geral</b>	0,00	0,67	0,35	0,18
<b>ID_B Divulgações qualitativas</b>	0,02	0,31	0,13	0,09
ID_B1 - Geral	0,00	0,43	0,18	0,13
ID_B2 - Gestão de risco	0,00	0,75	0,32	0,19
ID_B3 - Risco de mercado	0,00	0,57	0,13	0,16
ID_B4 - Risco de crédito	0,00	0,27	0,06	0,08
ID_B5 - Risco de liquidez	0,00	0,00	0,00	0,00
ID_B6 - Riscos diversos	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>ID_C - Contabilidade e Método de Avaliação</b>	0,07	0,60	0,33	0,16
<b>ID_D - Divulgação Quantitativa</b>	0,00	0,50	0,16	0,12
ID_D1 - Geral	0,00	1,00	0,46	0,27
ID_D2 - Risco de mercado	0,00	0,56	0,12	0,17
ID_D3 - Risco de crédito	0,00	0,38	0,06	0,10
ID_D4 - Risco de liquidez	0,00	0,25	0,05	0,10
ID_D5 -Outros riscos	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>ID_E - Resultados</b>	0,00	0,54	0,19	0,15
ID_E1 - Derivados de negociação	0,00	0,60	0,28	0,16
ID_E2 - Derivados de não negociação	0,00	0,63	0,13	0,18

Mais uma vez, destacamos o facto de se verificarem níveis de divulgação bastante reduzidos, indicadores de que as entidades bancárias portuguesas não divulgam toda a informação relevante sobre as operações realizadas em mercados de derivados. É importante que as entidades reguladoras estejam atentas ao facto de estas entidades divulgarem, ainda, informação muito escassa sobre os riscos associados às operações levadas a cabo e falharem na divulgação de alguns dos itens recomendados pelo BCBS e pela IOSCO.

De facto, verifica-se alguma preocupação com a divulgação de informação de carácter geral sobre a gestão de riscos (apesar de, mesmo assim, os valores médios de divulgação serem, ainda, relativamente baixos). Contudo, no que concerne à informação específica sobre riscos de liquidez, de mercado e de crédito, o nível de divulgação apresentado é extremamente reduzido, o que suscita alguma preocupação quanto à necessidade de incentivar estas entidades a informarem sobre a sua situação face a estes riscos.

Num momento em que se coloca em causa, a actuação das entidades financeiras no mercado de instrumentos derivados, é importante, para a garantia da disciplina de mercado, que estas entidades apresentem informação suficiente e fiável sobre as operações realizadas, sobre os riscos incorridos e sobre as estratégias adoptadas na gestão desses riscos. Os resultados obtidos demonstram que as entidades bancárias portuguesas estão muito aquém do que seria desejável em termos de divulgação de informação sobre as operações que realizam com instrumentos derivados.

Os resultados obtidos não são consistentes com os resultados obtidos por Yong, *et al.* (2005), uma vez que estes autores obtiveram valores médios de divulgação mais elevados para todos os sub-índices identificados (sendo o valor médio do índice global igual a 0,35).

Para além disso, estes autores obtiveram, ainda, um nível de divulgação de informação de carácter qualitativo superior ao nível de informação de carácter quantitativo. Todavia, Feria Dominguez e Oliver Alfonso (2006) concluem, também, pelo melhor tratamento da informação de carácter quantitativo.

Por outro lado, no que concerne à informação sobre riscos, Yong, *et al.* (2005) obtiveram valores médios de divulgação bastante mais elevados relativamente a todos os tipos de risco considerados.

Estes valores não são também consistentes com os resultados obtidos pelo BCBS (2001, 2002 e 2003) e por Benedetto e Silva (2008), que obtiveram taxas de divulgação mais elevadas. Contudo, estes estudos evidenciam também níveis mais elevados de divulgação de

informação sobre as políticas contabilísticas e níveis mais reduzidos de divulgação sobre risco de crédito, o que vem de encontro aos resultados obtidos no nosso estudo.

Os nossos resultados são também consistentes com os resultados obtidos pelo BCBS e a IOSCO (1995b, 1996, 1997, 1998b e 1999b), que concluem que, no que concerne ao impacto nos resultados, o nível de divulgação sobre derivados de não negociação é o mais reduzido.

#### 4.2.2. Análise dos factores determinantes do nível de divulgação

No âmbito da análise univariada, que analisa a relação existente entre a variável dependente, índice de divulgação ( $ID_{Basileia}$ ), e as variáveis independentes apresentadas anteriormente, foram comparados os níveis médios do  $ID_{Basileia}$  em duas amostras independentes, para as variáveis dicotómicas, e testada a existência de uma correlação significativa com o  $ID_{Basileia}$  para as variáveis quantitativas.

No que respeita às variáveis *dummy*, uma vez que não se verifica a existência de mais do que 30 observações em cada um dos grupos, foi testada a normalidade da distribuição (conforme Apêndice VIII) e:

- foi aplicado o teste paramétrico *t-Student*, para duas amostras independentes, às variáveis CONC e AumCap, uma vez que a amostra, em cada um dos grupos, segue uma distribuição normal; e

- o teste não paramétrico de *Mann-Whitney*, para duas amostras independentes, às variáveis Big4 e SIBA, uma vez que as variáveis não seguem uma distribuição normal.

Os resultados constam dos quadros seguintes:

Quadro 3.38 – Resultados dos testes T

		N	Média	Desvio Padrão	t	Sig	Intervalo de Confiança
CONC	Sim	12	0,147	0,11			
	Não	22	0,145	0,12	-0,05	0,960	]-0,08920;0,08489[
AumCap	Sim	13	0,146	0,12			
	Não	21	0,145	0,12	-0,03	0,978	]-0,08676;0,08444[

Quadro 3.39 – Resultados dos testes de *Mann-Whitney*

		N	Ranking Médio	Mann-Whitney U	Z	Sig.
Big 4	Sim	30	19,10 (R <sub>9</sub> )			
	Não	4	5,50(R <sub>10</sub> )	12,00	-2,572	0,010
SIBA	Sim	6	23,58(R <sub>11</sub> )			
	Não	28	16,20(R <sub>12</sub> )	47,50	-1,653	0,098

Para um nível de significância igual a 5%, verifica-se a existência de associação entre a variável ID<sub>Basileia</sub> e a variável Big4, podendo concluir-se que, em média, o valor do índice será maior para as empresas cujo auditor externo é uma Big 4 ( $R_9 > R_{10}$ ). Se aumentarmos o nível de significância para 10%, verifica-se, também, uma associação com a variável independente SIBA, indicando que o valor do ID<sub>Basileia</sub> será maior nas empresas que possuem sistemas de incentivos baseados em acções ( $R_{11} > R_{12}$ ). Para as restantes variáveis nominais independentes não se verifica qualquer associação com a variável dependente.

Relativamente à variável Big 4, confirma-se, e de acordo com a Teoria da Agência, que a contratação de auditores de elevada qualidade influencia a divulgação de informação sobre operações com instrumentos derivados.

No que concerne à variável SIBA, os resultados não são inconsistentes com as hipóteses formuladas, uma vez que se esperava a existência de uma associação negativa com o nível de divulgação. Todavia, já no estudo do nível de divulgação apresentado pelas empresas cotadas em bolsa, havíamos concluído pela existência de uma associação positiva entre a variável SIBA e o índice de divulgação (ID<sub>IASB</sub>), indicando que, ao contrário do esperado, nas empresas que possuem sistemas de incentivos baseados em acções, os gestores parecem mais incentivados a aumentar o nível de divulgação de informação sobre operações com instrumentos derivados. Este resultado poderá justificar-se pelo interesse, por parte dos gestores, detentores de *stock options*, em divulgar informação ao mercado, que possa influenciar positivamente a cotação das acções da empresa, valorizando as suas participações.

No que respeita às variáveis quantitativas, rejeita-se a hipótese de normalidade da distribuição das variáveis ROA e END, às quais foi aplicado o coeficiente de correlação de *Spearman*, tendo-se aplicado o coeficiente de correlação de *Pearson* à variável TAM, que segue distribuição normal<sup>96</sup>.

<sup>96</sup> Os resultados dos testes de normalidade às variáveis independentes quantitativas encontram-se no Apêndice VIII.

Apresentam-se, nos quadros seguintes, os resultados dos coeficientes de correlação referidos.

**Quadro 3.40 – Coeficiente de correlação R de Pearson**

		ID	TAM
ID	Coeficiente de Correlação	1,000	0,774
	Sig.		0,000
	N	34	34

**Quadro 3.41 – Coeficiente de correlação Ró de Spearman**

		ID <sub>Basileia</sub>	ROA	END
ID <sub>Basileia</sub>	Coeficiente de Correlação	1	0,161	0,493
	Sig.	.	0,362	0,003
	N	34	34	34

Para um nível de significância de 5%, comprova-se a existência de uma associação positiva entre a variável dependente ID<sub>Basileia</sub> e a variáveis independentes TAM e END. O nível de divulgação de informação sobre instrumentos derivados será, então, mais elevado nas empresas de maior tamanho e com maiores níveis de endividamento. Estes resultados estão de acordo com as hipóteses formuladas e indiciam que as maiores empresas, preocupadas com a manutenção da sua reputação, preferem divulgar mais informação sobre as operações realizadas com instrumentos derivados e com os riscos associados a tais operações. Por outro lado, verifica-se também a influência das pressões exercidas pelos credores das entidades estudadas, uma vez que as empresas mais endividadas apresentam maiores índices de divulgação, que indiciam a preocupação com a redução das assimetrias de informação existentes.

O quadro 3.42 apresenta um resumo da análise univariada, com indicação dos factores explicativos do nível de divulgação de informação, de acordo com as recomendações do Comité de Basileia e da IOSCO, nas empresas pertencentes ao sector bancário.

**Quadro 3.42 – Factores explicativos do ID<sub>Basileia</sub> nos bancos – análise univariada**

Factores explicativos do nível de divulgação sobre instrumentos derivados

Tamanho

Endividamento

Tipo de auditor

Sistemas de incentivos baseados em acções (para um intervalo de confiança igual a 90%)

### **Modelo de regressão linear**

Mais uma vez, foi desenvolvido um modelo de regressão linear múltipla, considerando, como variável dependente, o ID<sub>Basileia</sub>, e, como variáveis independentes, as variáveis TAM,

CONC, ROA, END, Big4, AumCap e SIBA, de acordo com as hipóteses formuladas (quadro 3.43).

Mais uma vez, foi elaborada a matriz de correlações e determinados os valores de tolerância e VIF, cujos resultados, apresentados no Apêndice IX, apontam para a inexistência de multicolinearidade entre as variáveis independentes.

**Quadro 3.43 – Modelo de regressão linear múltipla - ID<sub>Basileia</sub>**

$ID_{Basileia} = \alpha_0 + \beta_1 TAM + \beta_2 CONC + \beta_3 ROA + \beta_4 END + \beta_5 Big4 + \beta_6 AumCap + \beta_7 SIBA + \epsilon_i$					
<p><b>TAM:</b> Tamanho, medido pelo logaritmo do total de Activo;</p> <p><b>CONC:</b> Concentração de Capital - Variável <i>Dummy</i>  1 – O capital está concentrado num único titular;  0 – O capital não está concentrado num único titular;</p> <p><b>ROA:</b> Rentabilidade, medida pela Rentabilidade do Activo;</p> <p><b>END:</b> Endividamento, medido pelo indicador Total de passivo/Total de Capital Próprio x 100;</p> <p><b>Big 4:</b> Qualidade do Auditor Externo - Variável <i>Dummy</i>:  1 – Pertencente às Big4;  0 – Não pertencente às Big 4;</p> <p><b>AumCap:</b> Aumento de capital - Variável <i>Dummy</i>:  1 – A empresa emitiu novas acções durante o exercício;  0 – A empresa não emitiu novas acções durante o exercício;</p> <p><b>SIBA:</b> Existência de sistemas de incentivos baseados em acções para empregados - Variável <i>Dummy</i>:  1 – Existência de sistemas de incentivos baseados em acções para empregados;  0 – Não existência de sistemas de incentivos baseados em acções para empregados.</p>					

Os resultados foram estimados, numa primeira fase, para a totalidade das empresas e, posteriormente, considerando apenas as empresas divulgadoras.

#### a) Estimação do modelo considerando empresas divulgadoras e não divulgadoras

Na estimação do modelo para a totalidade das empresas foram obtidos os resultados apresentados nos quadros seguintes.

**Quadro 3.44 – Resultados do Modelo de Regressão Linear considerando a totalidade das empresas - ID<sub>Basileia</sub>**

Modelo	Coefficientes não Standard.		Coefficientes Standard.	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1 (Constant)	-0,554	0,112		-4,936	0,000
TAM	0,031	0,006	0,660	5,079	0,000
CONC	-0,040	0,027	-0,174	-1,489	0,150
ROA	-0,006	0,007	-0,105	-0,929	0,362
END	0,000013	0,000	0,154	1,284	0,211
Big 4	0,090	0,043	0,270	2,105	0,046
AumCap	-0,081	0,026	-0,357	-3,090	0,005
SIBA	0,022	0,033	0,079	0,672	0,508

**Quadro 3.45 – Resultados da ANOVA considerando a totalidade das empresas- ID<sub>Basileia</sub>**

Modelo			Soma dos quadrados	df	Média dos quadrados	F	Sig.
1	R <sup>2</sup> = 0,741	Regression	0,287	7,000	0,041	9,807	0,000
	R <sup>2</sup> Ajust. =0,665	Residual	0,100	24,000	0,004		
		Total	0,388	31			

Conforme se verifica, pela análise do quadro 3.44, as variáveis TAM, Big4 e AumCap apresentam-se como factores explicativos da divulgação de informação de acordo com as recomendações do BCBS e da IOSCO. Contudo, mais uma vez, a variável AumCap, ao contrário do previsto nas hipóteses formuladas, apresenta uma relação negativa com a variável dependente ID<sub>Basileia</sub>. Assim, podemos concluir que o nível de divulgação será mais elevado nas empresas de maior tamanho, naquelas cujo auditor externo é uma das empresas de auditoria pertencente às Big 4 e nas empresas que não procederam a qualquer emissão de capital durante o exercício de 2009. Validam-se, deste modo, as variáveis D1 e D5, não sendo, contudo, possível validar a hipótese D6, que previa uma associação positiva entre a variável AumCap e o nível de divulgação.

Mais uma vez se verifica algum receio, por parte das entidades que procedem a um aumento de capital durante o exercício, relativamente ao impacto que a divulgação de informação sobre as operações com instrumentos derivados possa ter nessa emissão de capital.

As variáveis endividamento e sistemas de incentivos baseados em acções, que, na análise univariada, apresentam correlação com a variável dependente, não são factores explicativos do ID<sub>Basileia</sub> no modelo de regressão linear múltipla, não sendo possível validar as hipóteses D4 e D7. No que concerne às variáveis CONC e END, verifica-se, todavia, através do quadro 3.44, que os coeficientes de correlação, apesar não se revelarem estatisticamente significativos, apresentam os sinais esperados nas hipóteses formuladas, indicando que o nível de divulgação será maior nas empresas com menores concentrações de capital e com maiores níveis de endividamento. Relativamente às variáveis SIBA e ROA, os sinais, apresentados pelos respectivos coeficientes de correlação, indicam uma associação com a variável dependente diferente do esperado. A variável SIBA apresenta, tal como já havíamos concluído na análise univariada, uma associação positiva com o ID<sub>Basileia</sub>. A variável ROA apresenta uma associação negativa, o que poderá explicar-se pelo facto de as empresas analisadas terem apresentado valores relativamente baixos de rentabilidade do activo no exercício económico analisado (conforme se comprova pela análise do quadro 3.30, constante do ponto 4.1.2 deste capítulo).

O nível de significância dos testes t e F (constantes dos quadros 3.44 e 3.45) permitem confirmar a existência de uma relação linear entre as variáveis explicativas e a variável dependente e validar o modelo em termos globais. O valor de  $R^2$  (constante do quadro 3.45) permite-nos concluir que o modelo estimado explica 74,1% do nível de divulgação de informação, de acordo com as recomendações do BCBS e da IOSCO, nas empresas pertencentes ao sector bancário.

#### b) Estimação do modelo considerando apenas as empresas divulgadoras

Na estimação do modelo para a amostra constituída apenas pelas empresas divulgadoras de informação sobre instrumentos derivados foram obtidos os resultados apresentados nos quadros seguintes.

**Quadro 3.46 – Resultados do Modelo de Regressão Linear considerando as empresas divulgadoras -**

ID <sub>Basileia</sub>					
Modelo	Coefficientes não Standard.		Coefficientes Standard.	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1 (Constant)	-0,515	0,170		-3,039	0,007
TAM	0,032	0,008	0,716	3,938	0,001
CONC	-0,020	0,032	-0,095	-0,631	0,537
ROA	-0,001	0,011	-0,012	-0,075	0,941
END	0,000	0,000	0,190	1,199	0,247
Big 4	0,029	0,077	0,056	0,382	0,707
AumCap	-0,080	0,031	-0,390	-2,608	0,018
SIBA	0,009	0,040	0,035	0,220	0,828

**Quadro 3.47 – Resultados da ANOVA considerando as empresas divulgadoras - ID<sub>Basileia</sub>**

Modelo			Soma dos quadrados	df	Média dos quadrados	F	Sig.
1	$R^2 = 0,677$	Regression	0,175	7,000	0,025	5,097	0,003
	$R^2 \text{ Ajust.} = 0,544$	Residual	0,083	17,000	0,005		
		Total	0,258	24			

Observa-se, através da análise do quadro 3.46, que a variável Big4 deixou de se apresentar como factor explicativo do nível de divulgação. Verificamos, através dos resultados constantes do quadro 3.48, a seguir, que das 26 empresas divulgadoras de informação, apenas uma recorreu a uma das empresas de auditoria pertencente às Big 4, o que poderá justificar o resultado obtido no modelo de regressão apresentado.



**Quadro 3.48 – Cruzamento entre a variável divulgação de informação e a variável tipo de auditor.**

		Divulga/Não Divulga		
		Não	Sim	Total
Big 4	Não	3	1	4
	Sim	5	25	30
Total		8	26	34

Mais uma vez, ao contrário do esperado, a variável AumCap apresenta uma associação negativa com o  $ID_{Basileia}$ , indicando que são as empresas que não procederam a um aumento de capital durante o exercício as que apresentam níveis de divulgação mais elevados.

Podemos, então concluir, que o valor do  $ID_{Basileia}$  será mais elevado nas empresas de maior tamanho e nas empresas que não efectuaram qualquer aumento de capital durante o exercício económico de 2009<sup>97</sup>. Valida-se, portanto, a hipótese D1, mas não é possível validar a hipótese D6, uma vez que o resultado é contrário ao esperado.

Os resultados apontam para a verificação dos pressupostos da Teoria de Legitimidade, uma vez que se comprova a existência de uma associação positiva entre a divulgação de informação e o tamanho da empresa, revelando que estas empresas se preocupam com a sua reputação. Por outro lado, o facto de se verificar uma associação negativa entre a variável dependente e a variável aumento de capital é também consistente com aquela teoria, uma vez que revela o receio, por parte das empresas que procederam a aumentos de capital durante o exercício, relativamente ao impacto que a divulgação de informação, relacionada com actividades sujeitas a riscos elevados e, provavelmente, com as eventuais perdas incorridas neste tipo de operações, pudesse ter na imagem da empresa. Contudo, a associação negativa entre estas duas variáveis pode também ser explicada à luz da Teoria de *Proprietary Costs*, uma vez que as entidades podem, também, recear a utilização indevida, por outras entidades, da informação divulgada sobre as suas operações no mercado de derivados, prejudicando a emissão de novas participações de capital.

A associação, verificada entre o nível de divulgação e o tipo de auditor, quando consideradas todas as empresas, revela, ainda, alguma preocupação, por parte das entidades que divulgam informação relacionada com instrumentos derivados, com os custos de agência, associados às assimetrias de informação existentes entre os detentores de capital e os gestores das empresas e entre estes e os potenciais investidores. De acordo com a Teoria

<sup>97</sup> O nível de significância dos testes t e F (constantes dos quadros 3.46 e 3.47) permitem confirmar a existência de uma relação linear entre as variáveis explicativas e a variável dependente e validar o modelo em termos globais.

da Agência, a contratação de auditores de elevada qualidade, serve como um mecanismo de monitorização dos gestores, incentivando-os a divulgar toda a informação relevante.

Estes resultados são, ainda, consistentes com os resultados obtidos na fase de investigação anterior, na qual já se havia concluído que o tamanho da empresa é um factor explicativo do nível de divulgação de informação de acordo com o normativo contabilístico.

Quando comparados com estudos sobre divulgação de informação sobre riscos, nas instituições financeiras, os resultados deste estudo são consistentes com os resultados obtidos por Linsley, *et al.* (2006) e Dantas, *et al.* (2010), que obtiveram evidência empírica de uma associação positiva entre o nível de divulgação e o tamanho da entidade. Todavia, enquanto Dantas, *et al.* (2010) obtiveram evidência empírica de uma associação positiva entre o nível de divulgação e o nível de rentabilidade, Linsley, *et al.* (2006) também não conseguiram provar a existência de tal associação.

## **Conclusão**

---

O estudo efectuado sobre as informações apresentadas, relativamente às operações realizadas em mercados de derivados, por empresas pertencentes ao sector bancário e ao sector segurador, permitiu-nos retirar uma série de conclusões sobre as práticas de divulgação adoptadas pelas empresas financeiras portuguesas, das quais destacamos as mais importantes.

Dos resultados obtidos na primeira fase de investigação, relativa à divulgação de informação prevista no normativo do IASB, podemos concluir que as empresas divulgadoras representam cerca de 81% do total das empresas, existindo uma maior percentagem de empresas divulgadoras no sector segurador (84,62%), comparativamente ao sector bancário (76,47%).

Quando considerada a totalidade das empresas, o valor médio do  $ID_{IASB}$  é de 0,25, indicativo de um nível de divulgação relativamente reduzido, e o valor máximo é de 0,63. Contudo, quando consideradas apenas as empresas divulgadoras, o valor médio do  $ID_{IASB}$  passa a ser de 0,31 e o valor mínimo de divulgação é de 0,05.

Relativamente aos sub-índices de divulgação, aquele que apresenta um valor médio de divulgação mais elevado é o  $ID_{IASB3}$ , relativo às operações que não se qualificam para efeitos de contabilidade de cobertura de risco. O segundo sub-índice com valor médio mais elevado é o  $ID_{IASB2}$ , relativo às informações específicas sobre riscos, que se poderá justificar pelas maiores exigências de divulgação sobre riscos que se impõem a este tipo de entidades, em particular aos bancos. Os sub-índices com valores médios mais baixos são os  $ID_{IASB4.2}$ ,  $ID_{IASB4.3}$  e  $ID_{IASB4.4}$ , relativos aos três tipos de cobertura de risco previstos na NIC 39 do IASB, indicando que as empresas financeiras também divulgam pouca informação sobre operações de cobertura de risco que se qualificam para efeitos de tratamento especial de cobertura.

Quando comparamos os resultados nos dois sectores de actividade estudados, os valores médios dos vários índices de divulgação considerados são sempre mais elevados nas empresas pertencentes ao sector bancário, indicando que estas empresas apresentam maiores níveis de divulgação de informação sobre instrumentos derivados que as empresas pertencentes ao sector segurador.

Os resultados obtidos suscitam-nos, mais uma vez, alguma preocupação, uma vez que os índices de divulgação apresentados são relativamente reduzidos, indicadores de que as entidades estudadas não estão a cumprir com todas as exigências de divulgação contidas no

normativo do IASB. Existe, por isso, necessidade de alguma atenção, por parte das entidades reguladoras, no sentido de verificar os motivos que levam estas entidades a não revelarem toda a informação exigida e procurarem mecanismos que promovam essa divulgação.

No que concerne aos factores determinantes do nível de divulgação de informação de acordo com o normativo do IASB, da análise univariada, resultou uma associação positiva entre a variável dependente,  $ID_{IASB}$ , e as variáveis independentes Banca/Seguros, Big4, Ramo vida/Não vida, TAM, END e ROA. Estes resultados são consistentes com as hipóteses formuladas.

Na análise multivariada, quando considerada a totalidade das empresas, verifica-se uma associação positiva entre a variável  $ID_{IASB}$  e a variável tamanho e uma associação negativa entre a variável dependente e a variável aumento de capital. Assim, o nível de divulgação de informação sobre instrumentos derivados será mais elevado nas empresas de maior tamanho e nas empresas que não procederam a um aumento de capital durante o exercício económico de 2009. Os resultados obtidos no modelo de regressão permitem validar a hipótese C1, mas não permitem validar a hipótese C6. Estes resultados demonstram alguma preocupação, por parte das empresas que procederam a um aumento de capital durante o exercício, com a divulgação de informação sobre operações com instrumentos derivados, revelando algum receio de que essa divulgação pudesse prejudicar a emissão dos novos títulos.

Quando consideradas apenas as empresas divulgadoras, conclui-se que, para além das variáveis tamanho e aumento de capital, também a variável Banca/Seguros se apresenta como factor explicativo da divulgação de informação sobre instrumentos derivados. O valor do  $ID_{IASB}$  será mais elevado nas empresas de maior tamanho, se a empresa não procedeu a um aumento de capital durante o exercício económico de 2009 e se pertencer ao sector bancário, validando-se, desta forma as hipóteses C1 e C8. Todavia, não foi possível validar as hipóteses C2, C3, C4, C5, C6 e C7.

Os resultados obtidos são consistentes com a Teoria de Legitimidade, uma vez que se verifica, conforme previsto, que as empresas de maior tamanho e as entidades bancárias, porque se sentem sujeitas a maior atenção, por parte dos diversos agentes, se preocupam com a manutenção da sua reputação. Por outro lado, o facto de os instrumentos derivados se encontrarem conotados com alguns riscos, poderá justificar que as empresas, que procederam a aumentos de capital durante o exercício, temessem que a divulgação de

informação sobre operações com aqueles instrumentos pudesse pôr em causa a sua legitimidade e, por isso, apresentaram menores índices de divulgação. Contudo, este resultado pode também ser revelador de que as empresas se preocupam com os *proprietary costs*, associados à divulgação de informação sobre as operações realizadas com instrumentos derivados, nos exercícios em que procedem a aumentos de capital.

Da segunda fase de investigação, relativa à divulgação de informação de acordo com as recomendações do Comité de Basileia e da IOSCO, podemos concluir que as empresas divulgadoras são representativas de 76,47% do total das empresas e o valor médio do índice de divulgação ( $ID_{\text{Basileia}}$ ) é de 0,15, indicativo de um nível de divulgação bastante reduzido. Este valor sobe para 0,19, quando consideradas apenas as empresas divulgadoras, continuando, contudo, a revelar um valor médio de divulgação muito baixo.

A informação mais divulgada é a relativa a informações gerais, seguida da informação relacionada com contabilidade e métodos de avaliação. A informação de carácter qualitativo apresenta um valor médio de divulgação ligeiramente mais elevado que o valor médio de divulgação de informação de carácter quantitativo. Finalmente, no que concerne à informação sobre resultados, verifica-se um maior volume de informação sobre operações de negociação, comparativamente às operações de não negociação.

No que concerne à divulgação de informação sobre riscos, os valores apresentados são extremamente reduzidos, suscitando-nos algumas preocupações, face à necessidade de incentivar e promover estas entidades a revelarem informação sobre os riscos incorridos nas operações com instrumentos derivados. Assim, parece-nos importante chamar a atenção das entidades reguladoras para a necessidade de reforço dos mecanismos de *enforcement*.

No que concerne à análise das características empresariais que influenciam o nível de divulgação de informação, na análise univariada, para um nível de significância de 5%, verifica-se a existência de associação entre a variável  $ID_{\text{Basileia}}$  e as variáveis Big 4, TAM e END. Estes resultados são consistentes com as hipóteses formuladas.

Para um nível de significância igual a 10%, verifica-se, também, uma associação positiva entre a variável dependente e a variável SIBA. Este resultado é contrário ao esperado, sendo, contudo, consistente com o resultado obtido no estudo apresentado no capítulo anterior. Deste modo, podemos concluir, mais uma vez, que os gestores de empresas que possuem sistemas de incentivos baseados em acções se preocupam em enviar sinais ao

mercado através da divulgação de informação e que os detentores de capital utilizam estes sistemas de incentivos como um mecanismo de monitorização daqueles gestores.

Da análise multivariada, quando consideradas as empresas divulgadoras e não divulgadoras, concluímos que o nível de divulgação será maior nas empresas de maior tamanho, naquelas cujo auditor externo é uma das empresas de auditoria pertencente às Big 4 e nas empresas que não procederam a qualquer emissão de capital durante o exercício de 2009. Validam-se, deste modo, as variáveis D1 e D5, não sendo, contudo, possível validar a hipótese D6, que previa uma associação positiva entre a variável AumCap e o nível de divulgação.

Quando consideradas apenas as empresas divulgadoras, a variável Big 4 deixa de se apresentar como factor explicativo do nível de divulgação, o que pode ser explicado pelo facto de apenas uma das empresas, divulgadoras de informação sobre operações com instrumentos derivados, não ter recorrido a uma das maiores empresas de auditoria para emissão do relatório do auditor externo.

Finalmente, podemos concluir que os nossos resultados são consistentes com a Teoria de Legitimidade, uma vez que se verifica uma associação positiva entre o índice de divulgação e as variáveis tamanho da empresa e qualidade do auditor externo e uma associação negativa com a variável aumento de capital. São, ainda consistentes com a Teoria da Agência, uma vez que o auditor externo, que pode ser utilizado como um mecanismo de monitorização dos gestores, se revela factor explicativo da divulgação de informação sobre instrumentos derivados. Por fim, podemos, ainda, afirmar que existe alguma consistência com a Teoria de *Proprietary Costs*, uma vez que se verifica algum receio, por parte das empresas que procedem a aumentos de capital, em revelar informação que possa ser utilizada, de forma prejudicial, por outras entidades.

Apresentam-se, nos quadros seguintes, um resumo dos resultados no estudo sobre divulgação de informação nas empresas financeiras, com indicação das hipóteses validadas e não validadas.

**Quadro 3.49 – Resultados da 1ª fase de investigação - divulgação de acordo com o normativo do IASB**

HIPÓTESES FORMULADAS		VALIDAÇÃO
HIPÓTESE C1	O nível de informação divulgada de acordo com o normativo do IASB, por parte das empresas financeiras, é maior nas empresas de maior tamanho.	Validada
HIPÓTESE C2	O nível de informação divulgada de acordo com o normativo do IASB, por parte das empresas financeiras, é maior nas empresas com menor concentração de capital.	Não validada
HIPÓTESE C3	O nível de informação divulgada de acordo com o normativo do IASB, por parte das empresas financeiras, será maior nas empresas com maior rentabilidade.	Não validada
HIPÓTESE C4	O nível de informação divulgada de acordo com o normativo do IASB, por parte das empresas financeiras, será maior nas empresas com maior nível de endividamento.	Não validada
HIPÓTESE C5	O nível de informação divulgada de acordo com o normativo do IASB, por parte das empresas financeiras, é maior nas empresas auditadas por uma empresa de auditoria pertencente às Big 4 do que nas empresas auditadas por empresas de auditoria não pertencentes às Big 4.	Não validada
HIPÓTESE C6	O nível de informação divulgada de acordo com o normativo do IASB, por parte das empresas financeiras, é maior nas empresas que emitiram novas acções no ano corrente do que nas empresas que não emitiram novas acções no ano corrente.	Não validada
HIPÓTESE C7	O nível de informação divulgada de acordo com o normativo do IASB, por parte das empresas financeiras, é maior nas empresas que não possuem sistemas de incentivos baseados em acções.	Não validada
HIPÓTESE C8	O nível de informação divulgada sobre instrumentos derivados, de acordo com o normativo do IASB, por parte das empresas pertencentes ao sector bancário, é diferente do nível de informação divulgada, por parte das empresas pertencentes ao sector segurador.	Validada (quando consideradas apenas as empresas divulgadoras)
HIPÓTESE C9	Nas empresas seguradoras, o nível de informação divulgada sobre instrumentos derivados, de acordo com o normativo do IASB, por parte das empresas pertencentes ao ramo de seguros de vida, é diferente do nível de informação divulgada, por parte das empresas pertencentes ao ramo de seguros não vida.	Não testada (confirmada na análise univariada)

**Quadro 3.50 – Resultados da 2ª fase de investigação – divulgação de acordo com as recomendações do BCBS e da IOSCO**

HIPÓTESES FORMULADAS		VALIDAÇÃO
<b>HIPÓTESE D1</b>	O nível de informação divulgada de acordo com as recomendações do BCBS e da IOSCO, por parte das empresas financeiras, é maior nas empresas de maior tamanho.	Validada
<b>HIPÓTESE D2</b>	O nível de informação divulgada de acordo com as recomendações do BCBS e da IOSCO, por parte das empresas financeiras, é maior nas empresas com menor concentração de capital.	Não validada
<b>HIPÓTESE D3</b>	O nível de informação divulgada de acordo com as recomendações do BCBS e da IOSCO, por parte das empresas financeiras, será maior nas empresas com maior rentabilidade.	Não validada
<b>HIPÓTESE D4</b>	O nível de informação divulgada de acordo com as recomendações do BCBS e da IOSCO, por parte das empresas financeiras, será maior nas empresas com maior nível de endividamento.	Não validada
<b>HIPÓTESE D5</b>	O nível de informação divulgada de acordo com as recomendações do BCBS e da IOSCO, por parte das empresas financeiras, é maior nas empresas auditadas por uma empresa de auditoria pertencente à Big 4 do que nas empresas auditadas por empresas de auditoria não pertencentes à Big 4.	Validada (apenas quando consideradas todas as empresas)
<b>HIPÓTESE D6</b>	O nível de informação divulgada de acordo com as recomendações do BCBS e da IOSCO, por parte das empresas financeiras, é maior nas empresas que emitiram novas ações no ano corrente do que nas empresas que não emitiram novas ações no ano corrente.	Não validada
<b>HIPÓTESE D7</b>	O nível de informação divulgada de acordo com as recomendações do BCBS e da IOSCO, por parte das empresas financeiras, é maior nas empresas que não possuem sistemas de incentivos baseados em ações.	Não validada



## CONCLUSIONS AND CONTRIBUTIONS OF THE STUDY



The main objective of this research is the identification of disclosure practices adopted by Portuguese companies, regarding information on derivatives and associated risks, as well as identifying the determinants of the level of disclosure.

To this end, we have structured this work into three chapters. The first chapter is dedicated to the definition of a theoretical reference and the following two chapters are dedicated to the study of information disclosed by listed companies on Euronext Lisbon and by financial firms operating in Portugal, respectively.

We expose the main conclusions of this research investigation, as well as the contributions that it provides for research in the area of information disclosure analysis, and disclosure of information about derivative instruments, in particular.

## **MAIN CONCLUSIONS**

From the theoretical framework, we have concluded that companies are confronted with the need to consider a range of costs and benefits associated with disclosure. The existence of information asymmetry between shareholders and managers of companies generates agency costs that should be minimised. Moreover, the existence of asymmetries of information between potential investors and managers of enterprises, can lead to increased costs of capital and costs of debt. A key benefit of disclosure is precisely to reduce those imbalances, reducing associated costs.

On the other hand, according to legitimacy theory, companies use the disclosure to communicate with their stakeholders, informing them that they are complying with the terms of the social contract and ensuring the necessary legitimacy for their survival. The news, disclosed by the media, on companies that have incurred huge losses, resulting from negotiating with derivative instruments, has encouraged companies, worried about their legitimacy, to disclose detailed information about transactions in the derivative markets and risk management strategies that have been implemented.

However, we must consider that disclosure may increase proprietary costs, associated with the disclosure of valuable information to competitors. According to Darus and Taylor (2009), the requirements of disclosure of detailed information about transactions with derivative instruments, contained in the accounting standards, had a strong impact on the perception of proprietary costs associated with disclosure.

Finally, according to institutional theory, through a process of isomorphism, organisations seek to ensure their legitimacy, resembling their disclosure practices to those adopted by other entities that are considered legitimate.

To promote detailed disclosure about transactions with derivative instruments, the various accounting standards bodies, at the international level, have been developing specific rules on the minimum requirements of disclosure and accounting treatment of such transactions. However, the process of evolution of accounting standards on these instruments is not yet completed and we expect the introduction of profound changes in mandatory requirements, in the short term, resulting from the pressure exerted by the various market players, following the international financial crisis that began in 2007.

At the national level, despite the Portuguese derivatives organised market having already been in existence for more than 20 years and the volume of transactions having evolved significantly over the years (Bank of Portugal, 2010), the accounting standards about derivative instruments did not suffer major changes until the issuance, in 2010, of the Accounting Standards System, which includes a specific standard on financial instruments. However, the adoption of the International Accounting Standards Board's (IASB) standards by listed companies and financial companies has filled that gap.

The conducted review of empirical studies has allowed us to conclude that, although there are plenty of studies focusing on the analysis of compliance with the requirements contained in various standards, research on the determinants of disclosure about derivative instruments is still incipient, once the studies are quite scarce. The analysis of the information disclosed by financial companies is an emerging research area, which is beginning to awaken the interest of researchers. We hope, therefore, to contribute to the development of research in this theme.

The study on the information presented, either by listed companies, or by companies belonging to the banking sector and the insurance sector, has allowed us to draw a series of conclusions on disclosure practices, related to derivative instruments, adopted by Portuguese companies and on the determinants of these disclosure practices.

With regards information disclosed by listed companies, we were able to conclude, in our first phase of research, that the number of disclosing firms has evolved positively, during the period 2003–2009, and that the level of disclosure has also evolved positively. On the other hand, the values obtained in the disclosure index indicate that companies are worried about compliance with accounting standards which became mandatory in 2005 and in

2007. This indicates that the adoption of the IASB's standards since 2005 and the mandatory adoption of International Financial Reporting Standard (IFRS) No. 7, since 2007, have influenced the level of disclosure.

We have concluded therefore that some institutional isomorphism exists since, throughout the period of analysis, we were able to observe a gradual increase in the number of disclosing firms and also an increase in the number of disclosed items. Of the three mechanisms of institutional isomorphism identified by DiMaggio and Powell (1983), one that seems to prevail is coercive isomorphism, as a result of the pressure exerted by the compulsory adoption of the IASB's standards.

The type of information that presents the lowest level of disclosure is that related to the three types of hedging designated in International Accounting Standard (IAS) No. 39, which may indicate the lack of compliance with the requirements contained in accounting standards, once the information related to the general aspects of hedging is one that has a higher average value.

We could observe a significant increase in disclosure about risk and risk management, especially after the mandatory adoption of IFRS No. 7. The use of derivatives is perceived as being associated with a number of risks, which if not managed properly, can lead to high losses. We conclude therefore that, in addition to the existing regulatory pressure, Portuguese companies, worried about their reputation and legitimacy, seek to send signals to the market about the way they negotiate in derivative markets and about the risk management strategies implemented.

However, the level of disclosure is very low and companies still seem reluctant to disclose some information, especially related to risk hedging strategies, which can be explained by the fear of incurring proprietary costs associated with the disclosure of information, which may be misused by their competitors.

In the second phase of research, we concluded, through a univariate analysis, that the determinants of derivative disclosures are: company size, ownership structure, management stock holdings, profitability, leverage, the percentage of independent directors on the board of directors, auditor quality, the existence of share-based incentive programmes, industry, the fact that the company is represented in the PSI 20 index, disclosure of information about Research & Development (R&D), market-to-book value, and the reporting period (subsequent to the adoption of the IASB's standards and later to the adoption of IFRS No. 7).

In multivariate analysis, the application of Hausman's test that results in a random effects model is most appropriate to the data being analysed. The application of this model has shown that a company's size, leverage, the percentage of independent directors on the board of directors, disclosure of information about R&D, auditor quality, market-to-book value, the existence of share-based incentive programmes, the firm being represented in the PSI 20 index and the reporting period are the determinants of the level of disclosure on derivative instruments. If we only consider disclosing companies, market-to-book value, share-based incentive programmes and PSI 20 no longer represent explanatory variables of the level of disclosure.

We conclude, therefore, by the influence of agency theory, since there is a positive association between the level of disclosure and leverage, auditor quality, the percentage of independent directors on the board of directors and the existence of share-based incentive programmes, which shows some concern on the part of the companies, with monitoring their managers.

On the other hand, there is also some consistency with signalling theory, since we were able to prove the existence of a positive association between the level of disclosure and profitability, disclosures about R&D and the company's notability (measured through the PSI 20), indicating that these companies bother to send signals to the market, through the information disclosed. We conclude, according to this theory, that companies show some concern about the costs of capital and the costs of debt, since there is a positive association between the level of disclosure and market-to-book value and leverage.

It was also possible to prove that companies are worried about their legitimacy, since we have empirical evidence of the existence of a positive association between the level of disclosure and the size of the company. The fact that the company is being represented in the PSI 20 index and the disclosure on R&D, indicates that companies that feel more observed tend to increase the level of disclosure to keep their reputation and ensure their survival.

Finally, once again, we conclude that coercive isomorphism exists, since the level of disclosure increases in the reporting periods after the mandatory adoption of certain international accounting standards.

The study of information disclosed by financial companies is divided into two phases of research, related to the analysis of information disclosed in accordance with the IASB's standards on the part of undertakings in the banking sector and the insurance sector, and

to the analysis of disclosure in accordance with the recommendations of the Basel Committee on Banking Supervision (BCBS) and the International Organization of Securities Commissions (IOSCO) by the banking entities, respectively.

In the first phase of research we concluded for the existence of a large percentage of disclosing companies (representing 81% of enterprises) and the existence of a greater proportion of disclosing firms in the insurance sector, compared to the banking sector. However, the average values of several indices of disclosure considered are always higher in the undertakings belonging to the banking sector, indicating that they have greater levels of disclosure about derivatives than the undertakings in the insurance sector.

However, the level of disclosure is very low, indicating that these companies, unexpectedly, given the greater level of requirement to which they are subject, disseminate very scarce information about derivatives instruments operations.

The type of information that presents the highest level of disclosure, is the information related to operations which do not qualify for hedge accounting, followed by information on risks and risk management activities, allowing the conclusion that the pressure exerted by regulatory bodies may have influenced the level of disclosure. As in previous studies, the information that has lower levels of disclosure is that related to the three types of hedging designated in IAS No. 39, indicating that financial companies also disclose little information about hedging activities that qualify for special hedge accounting.

Regarding the determinants of the level of disclosure according to the IASB's standards, we have concluded, through a univariate analysis, of the existence of a positive association between the dependent variable, disclosure index based on the IASB's standards, and the independent variables: auditor quality, economic sector, type of insurance company, size of the entity, profitability and leverage.

Multivariate analysis allowed us to conclude that, when considering all undertakings, the disclosure index presents a positive association with the size of the company and a negative association with the variable capital raising, indicating that the level of disclosure will be higher in larger companies and in those that have not increased their capital during 2009. When considering only disclosing firms, apart from those two variables, the variable economic sector, also presents as a determinant of the level of disclosure, indicating that it will be greater in the undertakings belonging to the banking sector.

In the second phase of research, related to the analysis of information disclosed by banks in accordance with the recommendations of the Basel Committee and the IOSCO, we have

concluded that disclosing firms represent 76.47% of all companies and the average value of disclosure index is 0.15, indicating an insufficient level of disclosure.

The information that presents higher average values of disclosure is that related to general information and to the accounting policies and measurement methods. Quantitative information presents smaller indices of disclosure, when compared with the information of a qualitative nature. Finally, with regard to information about earnings, there is a greater amount of information about trading derivatives, compared to non-trading derivatives.

We have concluded, through a univariate analysis, that auditor quality, size of the entity, share-based incentive programmes and leverage are determinants of the level of disclosure about information based on the recommendations of the Basel Committee and the IOSCO.

The results of multivariate analysis evidence, when considering the totality of the firms, that the dependent variable, the disclosure index based on the Basel Committee, presents a positive association with the independent variables size and auditor quality and a negative association with the variable capital raising. When considering only disclosing firms, the quality of the external auditor ceases to present as an explanatory factor of the level of disclosure.

We conclude, therefore, that our results are consistent with legitimacy theory, since, in the two phases of research, it was possible to prove the existence of an association between disclosure about derivatives and company size. Moreover, in the first phase of research, we were able to prove the existence of an association between disclosure level and economic sector, concluding that banks, because they feel more subject to greater scrutiny, seek to legitimise themselves through disclosure of detailed information about transactions in derivatives' markets.

In the second phase of research, we have empirical evidence of the existence of a positive association between the amount of disclosure and the quality of the external auditor, leading us to conclude that banking entities seem concerned about monitoring their managers in order to reduce agency costs.

The result obtained under the two phases of research about the variable capital raising can be explained in the light of legitimacy and signalling theories, since the fact that derivatives are considered to be associated with high risks of losses, might reveal some fear, by Portuguese financial firms, about the impact that the disclosure of information about those instruments may have on their reputation and costs of capital. On the other hand,



according to proprietary costs theory, these companies may also fear that the use of disclosed information by other entities can be detrimental to equity issues.

Finally, we wish to highlight the fact that in all studies, we have obtained relatively low levels of disclosure, particularly as regards hedge operations. We conclude that, in banking entities, the disclosure of information about market risk, liquidity risk and credit risk, in accordance with the recommendations of the Basel Committee, is much weaker than expected, since the levels of disclosure are extremely low. Thus, it seems to us that it is important that regulatory authorities seek to ascertain why these entities do not comply with the requirements of disclosure and implement mechanisms that promote such disclosure.

## **CONTRIBUTIONS OF THE STUDY**

This research contributes to the existing literature in several ways. On the one hand, it provides evidence about the level of disclosure about derivatives, immediately before and after the adoption of the IASB's standards. The existing studies in Portugal (Lopes and Rodrigues, 2007; Lemos and Rodrigues, 2007a and 2007b; Lemos, et al, 2009) are limited to the analysis of the disclosure before the adoption of the IASB's standards. It is therefore the first study in Portugal on determinants of the non-voluntary disclosure of information, since it covers periods of mandatory disclosure.

On the other hand, this is the first study in Portugal on the development in the disclosure level on derivative instruments, covering a period of seven years of research. With the exception of studies by Chalmers (2001) and Darus and Taylor (2009), covering a period of seven and six years respectively, the remaining studies on developments in the level of disclosure made in other countries (Chalmers and Godfrey, 2004; Mir Fernández, et al, 2006; Hassan, et al, 2006/2007; Hassan, et al, 2009), cover shorter periods. It is also the first study on determinants of disclosure about derivatives using panel data analysis.

Being the first study, conducted in Portugal, on disclosure of information about derivatives by financial companies, covering also the recommendations issued by the Basel Committee, this research contributes to the perception of disclosure practices adopted by these companies for trading operations and the associated risks.

This study contributes to realise the influence of existing regulatory requirements on the adopted disclosure practices. Hassan et al (2009) argue that, without an appropriate

standard, companies tend to provide the minimum information on their activities with derivatives, particularly if these activities have implications to their net worth.

Proponents of additional disclosure requirements state that the information on the financial condition of firms constitutes a public good that will not be provided appropriately without rules, adding that companies will have a tendency not to disclose unfavourable information. However, opponents of the rules of disclosure claim that managers will be encouraged to voluntarily disclose information about the companies they manage to differentiate them from less well managed companies (Dye, 1990).

The results obtained in our study show that the existence of mandatory requirements on disclosure contributes to the increase in the level of information presented by the companies subject to these requirements. We conclude therefore that coercive isomorphism, is a result of the influence of mandatory accounting standards.

This study contributes to the perception of the factors that influence the level of disclosure. We have identified as explanatory factors, variables associated with the need to reduce costs related to the existence of information asymmetry (as agency costs and costs of capital and costs of debt), with proprietary costs and legitimacy and reputation costs. These results may therefore contribute to the development of theories about the costs and benefits associated with the disclosure of information.

Finally, this study contributes to the perception of defaults on derivatives disclosures. We have empirical evidence of extremely low levels of disclosure related to the three types of hedge identified in IAS No. 39. These results might be justified by a lack of compliance with mandatory requirements. However they may also be associated with a lack of compliance with accounting hedge criteria. Thus, our findings reinforce the need for the simplification of hedge accounting.

The international accounting standard setters, aware of this need, are currently developing proposals for the simplification of the existing accounting standards on financial instruments. Therefore, we hope that the adoption of these amendments might contribute to an increase in the level of disclosure about derivative instruments.

On the other hand, we have also observed extremely reduced levels of disclosure about certain risks associated with derivative instruments, in banking entities, which suggests the need to review the enforcement mechanisms of the regulatory authorities.

In summary, we hope that this research has contributed to the perception of the level of disclosure about derivative instruments made by Portuguese companies and of the determinants of disclosure quality and hope it may even contribute to the perception of some defaults in the disclosed information.



**LIMITATIONS OF THE STUDY AND SUGGESTIONS FOR FUTURE  
RESEARCH**



## **LIMITATIONS OF THE STUDY**

This investigation has a number of limitations that must be addressed. The first limitation results from the samples under study. They cannot in any way be considered as representative of Portuguese enterprises, since we have just analysed the information disclosed by listed companies and the biggest and best financial companies operating in Portugal. Portuguese enterprises are mostly composed of small and medium-sized enterprises operating in various sectors of activity, which were not used in the sample.

However, taking into account the type of operations which have befallen our research, the choice of samples consisting of listed companies, which we believe are those that most frequently use derivatives in risk management activities; and financial companies, which, in addition to negotiating these kind of instruments on own behalf also serve as counter-party in transactions carried out by other entities, it seemed to us more appropriate.

On the other hand, the companies included in the samples are subject to greater scrutiny and more pressure, exerted by various agents, to submit all relevant information in their annual reports. Therefore, we consider they should be those that sooner comply with the requirements for disclosure contained in the standards, serving as an example to other companies.

However, we are aware that we cannot extrapolate results obtained in our study to the entire national territory, but only to companies that constitute the population under analysis. We believe, nevertheless, that the results obtained should be very close to the observed reality of general Portuguese companies. Derivatives are still very associated with the idea of unexpected losses, and companies tend not to disclose their activities with these types of contracts, in order to avoid inappropriate interpretations.

With regards to the methods adopted in the collection and processing of data, we are aware that, in the study of information disclosed by financial firms, the data for a single exercise is not enough to draw determinant conclusions on the type and extent of derivatives disclosures.

On the other hand, still regarding financial undertakings, the fact that we used as a basis for the construction of the disclosure index based on the Basel Committee, the recommendations made by the BCBS and IOSCO, in 1999, and not having considered the latest recommendations issued by the Basel Committee may also be one of the reasons that justify the results obtained.

In addition, the analysis of the information disclosed in individual financial statements had, as a result, the failure to consider major economic groups to which we would expect a greater volume of disclosure, and the fact that we left aside the analysis of the document "market discipline", which should contain, in accordance with the recommendations contained in the applicable legislation, information about the operations undertaken in derivatives markets.

In the study of information disclosed by listed companies, the fact that our index has remained static, not keeping up with the changes that have occurred in the IASB's standards (as a result of the need to make comparisons over time) has not allowed us to verify the level of compliance with mandatory requirements for each year. On the other hand, it has limited the obtained level of disclosure, especially in most recent years, as some disclosures were not computed because they were not considered in the disclosure index.

Regarding the analysis of determinants of disclosure, we are aware of the existence of other factors that influence the level of disclosure about derivative instruments that were not included in the model. Nevertheless, we are aware of the impossibility of inclusion of all variables that potentially influence the level of disclosure.

Finally, the limitations inherent in the adoption of content analysis as a data collection technique must be considered. The classification of information into pre-defined categories or attributes, does not capture all information disclosed (Beattie, et al, 2004). The disclosure index constructed, although based on mandatory standards, cannot predict all kinds of information that companies may disclose, since it does not contemplate the possibility of the voluntary disclosure of certain information<sup>98</sup>.

Despite the limitations mentioned above, the findings of this research investigation can be considered as a starting point for a future more exhaustive and complete research on this issue.

---

<sup>98</sup> With regards the limitations inherent in content analysis, see Beattie et al (2004) and Guthrie et al (2004)



## **SUGGESTIONS FOR FUTURE RESEARCH**

Following the research investigation carried out and the conclusions and limitations mentioned, there are other issues and new problems that arise, which may be subject to future research.

The international derivative accounting standards are currently under revision and we can predict the adoption, in the short term, of new accounting rules, in particular in hedge accounting (according to the recent exposure draft issued by the IASB). Thus, we suggest for future research, the analysis of the disclosure and the degree of compliance with future mandatory requirements, by listed companies. It would be interesting to see if the number of disclosing companies and the volume of disclosure continues to evolve positively.

On the other hand, to extend the sample to other geographical environments, covering various countries would allow us to make comparisons at an international level, contributing to the perception of differences and to identify potential determinants of the level of disclosure, related to legal, political, social and economic factors.

The volume of transactions in the derivatives market in Portugal (according to data from the Bank of Portugal, 2010), proves the involvement of companies in these type of contracts. Therefore it would be interesting to extend the sample to not listed companies, in various sectors of activity, also covering small and medium-sized enterprises, that are most representative of Portuguese companies.

Understanding why Portuguese companies, particularly small and medium-sized enterprises operate in derivative markets and how they manage the risks associated with those instruments, would be a greater contribution to the understanding of the functioning of derivatives markets and risk management strategies undertaken. Thus, we suggest conducting a questionnaire directed to managers of those companies with issues related to the use of derivative instruments.

On the other hand, similar to the studies conducted by Mian (1996), Berkman and Bradbury (1996), Colquitt and Hoyt (1997), Goldberg, et al (1998), Nguyen and Faff (2002 and 2003), Berkman, et al (2002), Adedeji and Baker (2002), Borokhovich, et al (2004), Hush (2007), Ashraf, et al (2007), Kim, et al (2008), Mutton and Sherris (2008) and Bartram, et al (2009), it would also be interesting to identify the determinants of the use of derivative instruments by Portuguese firms.

The recent inclusion, in the Portuguese Accounting Standards System, of a new standard about financial instruments, which revolutionises the, until then adopted, hedge accounting, should necessarily have implications on how companies disclose their activities with derivative instruments. Thus, it would be interesting to check compliance with this standard, examining the annual reports of not listed companies, in later years to 2010. On the other hand, by extending the period of analysis to exercises comprehended before its mandatory adoption, will allow the verification of the impact of its implementation on the level of disclosure.

With regard to financial firms, we propose continuing our study, examining annual reports related to exercises after 2009, so as to understand the development in the number of disclosing companies, in the type of disclosed information and in the level of disclosure. We also propose extending the analysis to consolidated financial statements, covering major economic groups and the document "market discipline". It will also be interesting to verify the impact of the adoption of the new recommendations issued under the new Basel III Agreement.

Understanding the way information is used and interpreted, by the users of financial statements of companies that negotiate with derivative instruments, can contribute to the definition of new disclosure requirements. Accordingly, we suggest conducting a questionnaire directed to financial analysts, asking them for indications on what kind of information, about derivative instruments, are considered relevant in carrying out their analyses, and what kind of information not disclosed by companies, would be considered to be important.

On the same line of research, it would be interesting to analyse, similar to the studies conducted by McAnally (1996), Schrand (1997), Higgs (1998), Wong (2000), Seow and Tam (2002), Elliott-Brownell (2004), Wang, et al (2005), Hassan, et al (2006), Ahmed, et al (2006), Ameer (2009) and Hassan and Mohd-Saleh (2010), the relevance assigned by the capital market, to disclosures related to derivative instruments, identifying the value relevance of such disclosures.

Finally, regarding the determinants of the level of disclosure, there are many other variables that could influence the information disclosed. Thus, we suggest the introduction of variables which proved significant in studies conducted by other authors, such as: the company being listed in foreign exchanges (Lopes and Rodrigues, 2007), the firm's media coverage, the affiliation to a particular business association (Chalmers and Godfrey, 2004),

a leading indicator variable and a competitive industry indicator variable, growth in earnings per share (Aggarwal and Simkins, 2004), auditor specialisation, the existence of an independent audit committee, the transaction of derivatives on certain assets, market volume, the existence of large traders in the market, the percentage of speculators in the market, the transaction of derivatives with physical liquidation (Peters et al, 2001) and the existence of a risk management committee (Hassan, et al, 2009).

In view of the above, we hope that the suggestions made will contribute to the development of this area of research.







## APÊNDICE I – QUADROS-RESUMO DE REVISÃO DE ESTUDOS EMPÍRICOS

Quadro A.I.1 - Síntese dos estudos sobre *value relevance* da informação sobre derivados

Autores	Objectivos	Amostra e período de análise	Resultados
McAnally (1996)	Analisar se a divulgação de informação sobre valor notional dos instrumentos fora de balanço e dos instrumentos derivados, de acordo com a SFAS 105 do FASB, providencia informação relevante sobre risco.	Amostra: 165 bancos. Período de análise: 1990, 1991 e 1992.	A informação divulgada de acordo com a SFAS 105 traduz informação relevante sobre o risco.
Schrand (1997)	Investigar a associação existente entre a sensibilidade no preço das acções a variações inesperadas nas taxas de juro e a utilização de derivados sobre taxas de juro.	Amostra: 57 associações de economia e crédito. Período de análise: 1984 a 1988.	Quanto maior for a actividade de cobertura de risco, menor será a sensibilidade às variações nas taxas de juro, quer em ambientes de aumento, quer em ambientes de redução das taxas de juro. Para além disso, as instituições exibem uma associação negativa entre a sensibilidade às variações nas taxas de juro e as suas exposições, reconhecidas no balanço, a taxas de juro. Uma vez que a medida de actividades de cobertura de risco utilizada no estudo é idêntica à divulgação sobre riscos exigida, quer pela <i>Securities and Exchange Commission</i> (SEC), quer pelo FASB, Schrand (1997) conclui que existe uma correlação entre a divulgação exigida e a percepção do mercado sobre o impacto da utilização de derivados sobre a sensibilidade a variações nas taxas de juro e, por isso, a informação exigida sobre derivados tem valor relevante.
Higgs (1998)	Analisar a associação existente entre a divulgação de informação sobre instrumentos derivados, de acordo com a SFAS 105 e a SFAS 119 do FASB, e a percepção do mercado quanto ao risco da empresa e ao valor das acções.	Amostra: 124 companhias de seguros Período de análise: 1993 e 1994.	A informação divulgada não tem valor relevante para a determinação, por parte do mercado, quer do risco da empresa, quer do valor das acções. Contudo, esta autora destaca que a informação apresentada pelas empresas estudadas varia significativamente, sendo, muitas vezes, difícil de interpretar, o que poderá justificar os resultados obtidos. Por outro lado, muita da informação apresentada era vaga e nem sempre cumpria com as exigências de divulgação contidas nas normas, o que poderia comprometer a credibilidade da informação financeira.
Wong (2000)	Investigar se a divulgação de informação quantitativa sobre o valor notional e o justo valor de derivados sobre taxas de câmbio, conforme exigido pela SFAS 119, se encontra associada à informação utilizada pelos investidores para determinar a sensibilidade dos retornos de capital à exposição cambial.	Amostra: 145 das 500 maiores empresas industriais, de acordo com a revista Fortune. Período de análise: período de 1994 a 1996	A associação existente entre a divulgação de informação sobre derivados e a exposição cambial é apenas parcialmente consistente com a prevista e a informação, agregada ou desagregada, sobre justo valor não é complementar à informação sobre valores notionais para a determinação da exposição cambial.
Seow e Tam (2002)	Investigar a utilidade da informação divulgada sobre derivados por parte das instituições financeiras, analisando o impacto das posições com derivados no retorno das acções.	Amostra: 35 bancos cotados na <i>New York Stock Exchange</i> (NYSE), constantes do manual <i>Monday's Handbook of Common Stocks</i> .  Período de análise: período 1990 a 1996, no que concerne ao estudo da relevância dos valores notionais e da exposição ao risco de crédito, e para o período de 1994 a 1996, relativamente à relevância dos ganhos e perdas no justo valor dos derivados.  Os períodos considerados diferem devido às exigências de divulgação contidas nas normas em vigor em cada período analisado. As exigências de divulgação sobre valores notionais e exposição ao risco de crédito encontram-se na SFAS 105 ( <i>Disclosures of off-balance sheet risk and financial instruments with concentrations of credit risk</i> ), que entrou em vigor em 1990, enquanto as exigências sobre divulgação de ganhos e perdas no justo valor surgem com a entrada em vigor, em 1994, da SFAS 119 ( <i>Disclosures about derivative financial instruments and fair value of financial instruments</i> ).	As informações sobre exposição ao risco e a ganhos e perdas no justo valor de instrumentos derivados, contratados com o propósito de negociação ou de não negociação, são variáveis explicativas do valor de retorno de acções dos bancos. Não obtiveram evidência da associação entre a divulgação de informação sobre valores notionais e o retorno das acções, assim como também não obtiveram evidência da necessidade de divulgação separada de informação sobre ganhos/perdas no justo valor de instrumentos negociados com o propósito de negociação e os instrumentos negociados com propósitos de não negociação.

Autores	Objectivos	Amostra e período de análise	Resultados
Elliott-Brownell (2004)	Analisar a associação existente entre a forma como a informação sobre instrumentos derivados é divulgada (tendo em consideração os três formatos de apresentação da informação permitidos pela <i>Financial Reporting Release</i> (FRR) 48 da SEC, nos EUA) e a diferença entre as ofertas de compra e de venda das acções ( <i>bid-ask spreads</i> ).	Amostra: 26 empresas, em 1997, 122 empresas, em 1998, e 150 empresas, em 1999. Em cada um dos grupos de empresas, 50% utilizam, como forma de apresentação de informação sobre riscos incorridos com instrumentos derivados, a forma tabular, e os restantes 50% utilizam uma das outras duas alternativas permitidas pela FRR48 da SEC: <i>value at risk</i> e análise de sensibilidade. Período de análise: 1997, 1998 e 1999.	Espera que a informação apresentada em tabela, porque apresenta maior nível de desagregação, terá maior valor relevante e, por isso, maior impacto na diferença entre os valores de oferta e de compra das acções. No período que antecedeu a obrigatoriedade de apresentação de informação de acordo com a norma referida, não existem diferenças significativas entre os dois grupos de empresas analisados no que concerne ao valor da diferença entre o preço de oferta e de procura de acções, uma vez que não era apresentada qualquer informação acerca das operações com derivados. Durante o dia em que a informação exigida pela FRR 48 era divulgada, verifica-se uma maior diferença nos <i>bid-ask spreads</i> das empresas que apresentam informação sob a forma de tabela, que suporta a hipótese de maior relevância da informação desagregada. Contudo, este efeito não se mantém nos dias subsequentes à apresentação da informação, uma vez que não se voltam a verificar diferenças significativas nos <i>bid-ask spreads</i> .
Wang, <i>et al.</i> (2005)	Investigar o valor relevante da divulgação de informação sobre derivados	Amostra: 161 instituições financeiras nos EUA. Período de análise: todo o período de aplicação da SFAS 119 (1994-2000) e para os dois primeiros anos de aplicação da SFAS 133 (2001-2002).	Os valores notacionais dos instrumentos derivados, contraídos para negociação ou não, são relevantes na explicação da variação dos valores das empresas financeiras e os resultados mantêm-se após a inclusão de dados sobre o justo valor, divulgados após a adopção da SFAS 133.
Hassan, <i>et al.</i> (2006)	Verificar se a informação sobre o justo valor dos instrumentos financeiros, incluindo os instrumentos derivados, se encontra associada com o valor de mercado do capital das empresas australianas de indústria extractiva.	Amostra: 65 empresas da indústria extractiva, cotadas na bolsa de valores australianas. Período de análise: 1998 a 2001	O justo valor líquido tem valor relevante, sendo, contudo, limitado aos instrumentos financeiros reconhecidos e a algumas partidas. O limitado poder explicativo do justo valor líquido pode dever-se ao facto de as empresas terem tendência para divulgar o justo valor líquido como o valor reconhecido e, por isso, a informação sobre o mesmo e sobre os ganhos e perdas não realizados não acrescenta qualquer contributo para a tomada de decisões, para além do valor contabilístico.
Ahmed, <i>et al.</i> (2006)	Investigar o valor relevante da informação divulgada por instituições financeiras sobre o justo valor dos instrumentos derivados utilizados para cobertura de risco. Determinar se existem diferenças significativas no valor atribuído pelo mercado aos instrumentos derivados reconhecidos nas demonstrações financeiras ao justo valor e os instrumentos derivados não reconhecidos nas demonstrações financeiras, mas cujo justo valor é divulgado nas notas.	Amostra: 146 instituições financeiras dos EUA, com acções cotadas. Período de análise: período de 1995 a 2000.	No período que antecede a adopção da SFAS 133 do FASB (que exige o reconhecimento de todos os instrumentos derivados nas demonstrações financeiras pelo seu justo valor), utilizando uma amostra constituída por bancos que reconhecem os derivados nas demonstrações financeiras ao justo valor e de bancos que apenas divulgam essa informação nas notas às demonstrações financeiras, concluem que o coeficiente dos derivados reconhecidos é significativamente positivo enquanto o coeficiente dos derivados não reconhecidos (apenas divulgados) não difere significativamente de zero. Posteriormente, utilizando uma amostra constituída apenas por bancos que, no período que antecedeu a obrigatoriedade de adopção da SFAS 133, apenas divulgavam a informação sobre o justo valor dos derivados e que, no período pós adopção da SFAS, se vêem obrigados a reconhecê-los nas demonstrações financeiras, concluem que, no período pós adopção da SFAS 133, o valor relevante do justo valor dos derivados reconhecidos é significativo enquanto o dos derivados não reconhecidos (apenas divulgados) não. Concluem, assim, que, em termos de valor relevante, divulgação e reconhecimento não são substitutos.
Ameer (2009)	Investigar o valor relevante da informação divulgada, sobre instrumentos derivados sobre taxa de juro e sobre taxa de câmbio, nas empresas cotadas na Bolsa da Malásia.	Amostra: Empresas cotadas na Bolsa de valores da Malásia (num total de 40 empresas). Período de análise: 2003 a 2007.	Apenas algumas empresas efectuam coberturas de risco. A maior parte das empresas que divulgam a utilização de instrumentos derivados, recorrem a <i>derivatives</i> sobre taxas de câmbio, de curto prazo. A informação sobre o valor notacional dos derivados sobre taxas de câmbio e de juro influencia o preço das acções. Conclui que a informação sobre o valor notacional dos instrumentos derivados fornece informação incremental, para além dos resultados e do valor contabilístico das empresas cotadas, nos diversos sectores de actividade analisados.
Hassan e Mohd-Saleh (2010)	Analisar a importância, atribuída pelos agentes de mercado, às divulgações sobre instrumentos financeiros. Investigar o valor relevante da informação sobre instrumentos financeiros, nos períodos que antecederam a adopção da MASB24 e nos períodos de adopção obrigatória da referida norma.	Amostra: Empresas cotadas na Bolsa de valores da Malásia (num total de 484 observações). Período de análise: 1999, 2000, 2002 e 2003.	Os ganhos por acção e a qualidade da informação divulgada sobre instrumentos financeiros estão positivamente associados ao valor de mercado, indicando que os agentes de mercado consideram a qualidade da informação divulgada como um factor importante na determinação do valor de mercado. Contudo, a associação entre o valor de mercado e a qualidade da divulgação é menos significativa nos períodos de adopção obrigatória da norma MASB 24. A informação sobre cobertura de risco encontrase positivamente associada ao valor de mercado, enquanto a informação sobre sobre taxa de juro se encontra negativamente associada ao valor de mercado. Esta associação é maior nos períodos posteriores à adopção da norma. A informação sobre o valor contabilístico e sobre o justo valor dos instrumentos financeiros é também relevante para a determinação do valor de mercado.



Quadro A.I.2 - Síntese dos estudos sobre o cumprimento com exigências de divulgação contidas nas normas

Autores	Objectivos	Metodologia, amostra e período de análise	Resultados
Goldberg, <i>et al.</i> (1995)	Análise descritiva da informação, exigida pela SFAS 105 e pela SFAS 107 do FASB, relativa a instrumentos derivados sobre divisas	<p>Metodologia: análise de conteúdo</p> <p>Amostra: seis maiores bancos que dominam o mercado de derivados nos Estados Unidos e as 98 maiores multinacionais industriais dos Estados Unidos.</p> <p>Período de análise: exercícios económicos que encerram entre Dezembro de 1992 e Março de 1993.</p>	<p>A divulgação da informação, exigida pelas SFAS 105 e 107, varia bastante em termos de formato e conteúdo, existindo falta de consistência na terminologia adoptada.</p> <p>As entidades analisadas não divulgam determinados itens vitais acerca do risco de mercado e do risco de liquidez, principalmente no que concerne ao exercício de 1993.</p> <p>Relativamente à informação divulgada pelas empresas industriais:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- a informação encontra-se espalhada pelas diversas notas não existindo qualquer interligação entre elas, dificultando, assim, a sua interpretação;</li> <li>- algumas empresas apresentam informação sobre os tipos de instrumentos utilizados, de forma separada, enquanto, outras apresentam informação agregada;</li> <li>- a maior parte das empresas apresenta informação sobre o valor notional dos contratos, mas, geralmente, a informação relativa aos valores contabilísticos e de mercado é inconsistente;</li> <li>- estas empresas, ao contrário das entidades bancárias, não apresentam, de forma separada, valores relativos ao risco de crédito.</li> </ul> <p>Contudo, algumas empresas referem que o risco de crédito é remoto, uma vez que as contrapartes são instituições financeiras de elevada reputação;</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- as entidades bancárias, dedicadas à actividade de intermediação, que cumpriram adequadamente com as exigências das SFAS 105 e 107, poderiam servir de modelo para as empresas industriais, cujo cumprimento é bastante deficiente.</li> </ul> <p>No que concerne às divulgações relacionadas com a actividade de cobertura de risco, verifica-se que a maior parte das empresas apresenta informação sobre operações de cobertura de risco, indicando que as empresas não se dedicam à actividade de especulação.</p> <p>Todas as entidades financeiras e algumas empresas industriais divulgam informação quantitativa sobre o risco de crédito, apesar de este não parecer ser um item de divulgação considerado primordial. Por outro lado, a ausência de quantificações claras e específicas sobre o risco de mercado leva a que a informação divulgada careça de utilidade para os investidores. O facto de alguns órgãos de gestão revelarem que não se encontram preparados e não efectuam controlo dos riscos incorridos nas operações com derivados, sugere que o controlo interno e a gestão de riscos são aspectos a ter em atenção.</p> <p>A exigência de informação sobre quantificação do risco de mercado incentivará à educação dos utilizadores quanto à tomada de decisões, reduzindo os riscos operacionais e fornecendo informação útil aos investidores e aos órgãos de gestão.</p>
Edwards e Eller (1995)	Discussão das divulgações sobre operações com instrumentos derivados, apresentadas, nos seus relatórios anuais, pelas entidades bancárias que negociam com aqueles instrumentos.	<p>Metodologia: análise de conteúdo dos relatórios anuais.</p> <p>Amostra: dez maiores entidades bancárias dos Estados Unidos.</p> <p>Período de análise: 1993 e 1994.</p>	<p>Verificam uma evolução significativa na informação divulgada nos relatórios relativos a 1994 comparativamente com os relatórios relativos a 1993. A discussão e análise, efectuada pelos órgãos de gestão, das operações com instrumentos derivados são mais alargadas e verifica-se um aumento da informação quantitativa.</p> <p>Relativamente à informação de carácter qualitativo, verificaram que, nos relatórios relativos ao exercício de 1994, cumprindo com as exigências da SFAS 119, todos os bancos apresentam informação relativa aos riscos incorridos nas operações com instrumentos derivados e sobre os procedimentos adoptados no controlo desses riscos. Todos apresentaram informação detalhada sobre os métodos adoptados no reporte dos derivados utilizados e todos os bancos descreveram, detalhadamente, os métodos e estimativas adoptadas para determinar o justo valor dos mesmos.</p> <p>Relativamente à informação de carácter quantitativo, verificam um aumento significativo na informação apresentada entre os dois exercícios analisados, tendo todos os bancos apresentado, no relatório relativo ao exercício de 1994, não só os valores notacionais dos contratos transaccionados, mas também uma escala das posições em derivados, listando os seus valores notacionais por maturidade.</p> <p>Assim, concluem que o nível de compreensão e detalhe da informação divulgada aumentou, de forma significativa, no exercício de 1994. As entidades que apresentavam maior quantidade de informação em 1993 são aquelas que continuam a apresentar maior quantidade de informação em 1994. Por outro lado, são as entidades com maiores percentagens de resultados da actividade de intermediação, no total dos resultados, que apresentam maior detalhe na informação divulgada.</p> <p>Finalmente concluem que a emissão da SFAS 119 pelo FASB, bem como as recomendações, emitidas pelas entidades reguladoras e pelos grupos industriais, contribuíram, indubitavelmente, para o aumento na qualidade da informação divulgada, sendo evidente na diversidade de métodos, adoptados pelos 10 bancos estudados, na apresentação da informação sobre as suas operações com derivados.</p>

Autores	Objectivos	Metodologia, amostra e período de análise	Resultados
Edwards e Eller (1996)	Dar continuidade ao estudo de Edwards e Eller (1995).	Metodologia: análise de conteúdo dos relatórios anuais. Amostra: dez maiores entidades bancárias dos Estados Unidos. Período de análise: 1995.	<p>Apesar das exigências, ao nível da informação a divulgar, não terem sofrido qualquer alteração, entre 1994 e 1995, as entidades bancárias melhoraram o nível de divulgação acerca das operações com derivados. Em particular, expandiram a explicação das operações com derivados e apresentam mais informação quantitativa.</p> <p>As entidades bancárias apresentam informação qualitativa muito mais detalhada, divulgando informação acerca dos riscos incorridos e dos procedimentos de gestão desses riscos. Além disso, apresentam os motivos que os levaram a utilizar instrumentos derivados, identificando em que parte das demonstrações financeiras é apresentada a informação acerca destas operações e explicando os métodos adoptados na sua contabilização, bem como os procedimentos e estimativas adoptadas na valorização dos derivados, para os quais não existia valor de mercado facilmente observável.</p> <p>Relativamente à informação de carácter quantitativo, para além de continuarem a fornecer informação sobre os valores notacionais dos contratos, as entidades analisadas apresentam informação mais detalhada sobre os diversos riscos incorridos.</p> <p>Deste modo, concluem que as entidades reguladoras e os grupos industriais, que defendem um aumento na divulgação de informação, tiveram, sem dúvida, influência significativa na melhoria da qualidade de reporte das operações com derivados.</p>
Alcarría Jaime (1996)	Analisar a informação divulgada por três tipos de entidades, procurando verificar se cumprem com as exigências contidas nas normas internacionais de contabilidade (informação com carácter voluntário) e nas normas nacionais em vigor, em Espanha, durante o exercício de 1993.	Metodologia: análise de conteúdo dos relatórios anuais. Amostra: 96 das 250 maiores empresas comerciais, industriais ou de serviços espanholas, 97 empresas de investimento mobiliário e fundos de investimento mobiliário e de 27 bancos, relativos ao exercício de 1993, e 9 bancos, relativos ao exercício de 1994. Período de análise: 1993 e 1994.	<p>Relativamente às maiores empresas comerciais, industriais e de serviços, verificou-se que, das 97 empresas analisadas, nenhuma fazia referência à utilização de instrumentos derivados;</p> <p>No que concerne às entidades do segundo grupo, apenas 6 proporcionavam algum tipo de informação que permitisse concluir que haviam utilizado instrumentos derivados, sendo que cinco dessas empresas apresentavam informação relativa aos critérios de reconhecimento e mensuração adoptados e quatro apresentavam, no anexo, um saldo a 31 de Dezembro, separado dos restantes investimentos financeiros;</p> <p>Finalmente, verifica-se que a informação apresentada pelas instituições financeiras se reduz a uma interpretação muito limitada do que exigiam as normas do Banco de Espanha, sem ir mais além;</p> <p>As maiores deficiências identificadas são:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- em muitos casos não era apresentado uma epígrafe específico, onde se detalhassem os critérios de reconhecimento e mensuração utilizados, por classes de instrumentos;</li> <li>- não eram indicadas as fontes de obtenção dos justos valores nem as hipóteses adoptadas na sua determinação;</li> <li>- a informação, apresentada no anexo, sobre as posições no final do exercício, classificadas por tipo de instrumento, por vencimento e por objectivos, era realmente insuficiente;</li> <li>- não se identificavam, claramente, as operações de especulação e as operações de cobertura de risco, nem as posições cobertas com instrumentos derivados;</li> <li>- não eram apresentadas informações sobre as garantias exigidas e sobre os sistemas de controlo implementados para seguir as operações com instrumentos derivados;</li> </ul> <p>Não obstante, verifica-se um aumento significativo na informação proporcionada de 1993 para 1994, por parte dos 9 bancos para os quais foi possível obter os relatórios anuais correspondentes ao exercício de 1994.</p>
Roulstone (1999)	Analisar a informação divulgada, por parte de uma amostra constituída por 25 empresas cotadas, nos EUA, durante os exercícios económicos de 1996 e de 1997, correspondentes ao período que antecedeu a obrigatoriedade de adopção da <i>Financial Reporting Release</i> n.º 48 - <i>Disclosure of accounting policies for derivative financial instruments and derivative commodity instruments and disclosure of quantitative and qualitative information about market risk inherent in derivative financial instruments, other financial instruments and derivative commodity instruments</i> , da <i>Securities and Exchange Commission</i> (SEC) e o primeiro período de adopção obrigatória da referida norma, respectivamente, procurando determinar se as empresas cumprem com as divulgações exigidas.	Metodologia: análise de conteúdo. Amostra: 25 empresas cotadas, nos EUA. Período de análise: 1996 e 1997	<p>A maioria das empresas analisadas divulga a utilização de instrumentos derivados, especialmente para cobertura de risco, com apenas 12% das empresas declarando que os utilizam para especulação.</p> <p>Os derivados sobre taxas de juro e de câmbio são os mais populares, seguidos dos derivados sobre mercadorias e sobre acções.</p> <p>Apesar de se verificar um aumento na quantidade e qualidade da informação divulgada, do exercício de 1996 para o exercício de 1997, a informação divulgada não é ainda satisfatória e não cumpre com as exigências contidas na FRR 48.</p> <p>As maiores fraquezas identificadas são a falta de detalhe no que concerne à divulgação de carácter quantitativo sobre as medidas de risco de mercado e a falta de divulgação sobre as estratégias de gestão de risco adoptadas.</p>

Autores	Objectivos	Metodologia, amostra e período de análise	Resultados
Chalmers e Godfrey (2000)	Analisar as demonstrações financeiras e respectivas notas procurando informação relacionada com políticas contabilísticas de instrumentos derivados e divulgações sobre justo valor, após a adopção da AASB 1033, do <i>Australian Accounting Standards Board</i> , que se tornou obrigatória na elaboração das demonstrações financeiras de todos os períodos que terminassem após 31 de Dezembro de 1997.	Metodologia: análise de conteúdo das demonstrações financeiras.  Amostra: 150 das 500 maiores empresas australianas.  Período de análise: demonstrações financeiras reportadas a 30 de Junho de 1998.	<p>Todas as empresas divulgam que utilizam instrumentos derivados para cobertura de risco e muito poucas divulgam que os utilizam para especulação;</p> <p>Os instrumentos mais utilizados são instrumentos cambiais e sobre taxas de juro, seguidos dos instrumentos sobre mercadorias e sobre acções;</p> <p>Relativamente às políticas contabilísticas adoptadas:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- as políticas adoptadas na contabilização de instrumentos sobre divisas não são divulgadas uma vez que a norma AASB 1012 define o tratamento contabilístico a adoptar;</li> <li>- as empresas não revelam informação sobre o método de diferimento e amortização para instrumentos sobre taxas de juro e o método de diferimento até ao vencimento para instrumentos sobre capital ou mercadorias; No entanto, contudo, grande diversidade no detalhe, consistência e clareza da informação divulgada;</li> <li>- relativamente às políticas seguidas na contabilidade de operações de cobertura, apenas 32% das empresas divulgam informação relativa às mesmas e a maior parte das empresas utiliza o método de diferimento até ao vencimento;</li> <li>- em relação às coberturas de transacções futuras previstas, apenas 24 empresas divulgam o tratamento dos custos e 47 o tratamento dos ganhos/perdas, sendo que a maior parte delas utiliza o método de diferimento até ao vencimento.</li> </ul> <p>Em termos de divulgação relacionada com o justo valor:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- 69% das empresas explicam a determinação do justo valor, contudo 31% apenas fornecem os justos valores, mas não referem o método adoptado;</li> <li>- as empresas utilizaram várias técnicas para determinar o justo valor, designadamente: o custo de anulação do contrato, <i>mark to market</i>, valores nominais e valor presente;</li> <li>- 72% das empresas não fazem qualquer referência à fonte de obtenção dos justos valores. Contudo, das que revelam essa informação, 22 baseiam-se em cotações independentes de mercado, 5 em taxas fornecidas por instituições financeiras e 3 utilizaram taxas <i>spot</i>;</li> <li>- apenas 19% das empresas fazem referência aos métodos de valorização utilizados. Contudo, a informação divulgada é muito vaga.</li> </ul> <p>Assim, as principais conclusões são que a qualidade da informação divulgada é muito insatisfatória e que a maior fração reside na falta de divulgações acerca das políticas contabilísticas adoptadas para tipos específicos de instrumentos e divulgações de justo valor muito incompletas.</p>
Chalmers (2001)	Determinar a evolução nos níveis de informação divulgada acerca de operações com instrumentos derivados	<p>Metodologia: análise de conteúdo, através da utilização de um índice de divulgação voluntária, construído com base no ED 65 do <i>Australian Accounting Standards Board</i> (AASB) e na norma industrial publicada pela <i>Australian Society Corporate Treasurers</i> (ASCT).</p> <p>Entre a publicação do ED 59 e do ED 65, a ASCT publicou uma norma (<i>industry statement</i>) especificando regras voluntárias para a divulgação sobre instrumentos financeiros derivados (Chalmers e Godfrey, 2004).</p> <p>Amostra: 140 das 500 maiores empresas australianas, não financeiras.</p> <p>Período de análise: 1992 a 1998.</p> <p>Tendo em consideração a obrigatoriedade de divulgação de informação relativa a instrumentos derivados, o período analisado divide-se em três períodos distintos:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- entre 1992 e 1994, período em que a informação divulgada era voluntária, devido à falta de normalização;</li> <li>- entre 1995 e 1997, período de divulgação voluntária coerciva, devido à publicação de uma norma industrial por parte da ASCT;</li> <li>- em 1998, período de divulgação obrigatória, devido à adopção da AASB 1033.</li> </ul>	<p>O número de empresas divulgadoras aumenta de forma significativa durante o período de divulgação voluntária coerciva (1995 a 1997), sendo esse aumento mais evidente no exercício de 1995, onde 65 das 140 empresas divulgam informação relativa a instrumentos derivados. Em 1996 esse valor aumenta para 77 em 140 empresas e, em 1997 passa para 80 em 137 empresas. Finalmente, no exercício de 1998, apenas 3 empresas não efectuam divulgação de informação relativa a instrumentos derivados.</p> <p>Testes à igualdade do índice de divulgação voluntária (VRDI) provaram que o valor médio do mesmo é estatisticamente diferente para todos os períodos analisados, sendo a diferença particularmente notória entre 1994 e 1995 e entre 1997 e 1998, correspondentes, precisamente, à mudança de regime de voluntário para coercivo e de coercivo para obrigatório.</p> <p>Relativamente ao documento onde são apresentadas as informações relativas a instrumentos derivados, a autora conclui que as empresas optam por apresentá-las, essencialmente, nas notas às contas e, adicionalmente, no relatório de gestão ou no relatório de governo da sociedade.</p> <p>No que concerne ao tipo de informação divulgada, Chalmers (2001) conclui que as empresas divulgam muito pouca informação relativa ao valor líquido de mercado, detalhes colaterais e controlos financeiros e que o item mais divulgado é a intenção de detenção de instrumentos derivados, sendo que a maior parte das empresas divulga que o faz para cobertura de risco.</p> <p>Chalmers (2001) conclui, ainda, que, durante o período de divulgação coerciva, as grandes empresas apresentam maior quantidade de informação voluntária do que as pequenas empresas.</p>

Autores	Objectivos	Metodologia, amostra e período de análise	Resultados
Marshall e Weetman (2002)	<p>Verificar se as empresas divulgam toda a informação exigida na SFAS 119 do FASB, na <i>Financial Reporting Release</i> n.º 48 <i>Disclosure of accounting policies for derivative financial instruments and derivative commodity instruments and disclosure of quantitative and qualitative information about market risk inherent in derivative financial instruments, other financial instruments and derivative commodity instruments</i>, da <i>Yearly and Exchange Commission</i> (SEC) e na FRS 13 do ASB sobre as actividades de gestão de risco;</p> <p>Efectuar comparações entre dois países;</p> <p>Identificar os motivos para a falta de divulgação total.</p>	<p>Metodologia: análise de conteúdo das demonstrações financeiras.</p> <p>Amostra: 30 empresas sediadas nos EUA e 30 empresas sediadas no Reino Unido, seleccionadas após realização de questionário sobre as actividades de gestão de risco realizadas (Marshall, 2000).</p> <p>Período de análise: 1998.</p>	<p>Apesar da existência de regulamentação específica exigindo a divulgação de informação qualitativa, as empresas analisadas divulgam menos de 50% da informação exigida sobre a estratégia, políticas e controlo de gestão de risco de câmbio.</p> <p>Existem diferenças no tipo de informação divulgada pelas empresas dos dois países estudados: as empresas sediadas nos EUA divulgam mais informação sobre a natureza dos riscos cobertos com instrumentos derivados, enquanto as empresas sediadas no Reino Unido divulgam mais informação sobre medidas de governo corporativo e sobre riscos cobertos com instrumentos não derivados.</p> <p>Existe evidência empírica de retenção de informação considerada <i>proprietary</i>, existindo também evidência de que as empresas com maiores níveis de exposição ao risco são as que apresentam menores níveis de divulgação.</p>
Costa Júnior (2003)	<p>Estudar o grau de cumprimento com as exigências de divulgação de informação sobre instrumentos derivados contidas na Instrução da Comissão de Valores Mobiliários (CMV) Brasileira n.º 235/95.</p> <p>A Instrução 235/95 da CMV é a principal norma sobre divulgação de informação sobre instrumentos financeiros no Brasil. Exige a divulgação de informação sobre o valor de mercado dos instrumentos financeiros, os critérios e pressupostos adoptados na determinação desse valor de mercado, as políticas de contratação e gestão das operações com instrumentos derivados e os riscos incorridos (Darcós e Borba, 2005).</p>	<p>Metodologia: análise de conteúdo das demonstrações financeiras.</p> <p>Amostra: 215 empresas brasileiras, representativas de 25% das empresas abertas registadas na CMV.</p> <p>Período de análise: 2000.</p>	<p>Cerca de 89% das empresas analisadas utilizam instrumentos derivados e, dessas empresas, apenas 26% divulga informação acerca dos riscos incorridos, de acordo com as exigências contidas na instrução referida. 50% das empresas revela que utiliza instrumentos derivados com o propósito de cobertura de risco, enquanto as demais não divulgam o objectivo de utilização daqueles instrumentos.</p> <p>No que concerne ao justo valor, apenas 11,98% das empresas divulgam, em nota explicativa, o seu valor e os pressupostos adoptados na sua determinação.</p> <p> Ao cruzar a informação divulgada e o tipo de empresa de auditoria responsável pela auditoria à empresa divulgadora, conclui-se que, apesar do grau de cumprimento ser bastante reduzido, ele é maior nas empresas cuja empresa de auditoria é uma das <i>Big Five</i>.</p> <p>Em termos gerais, as empresas abertas brasileiras não cumprem com as exigências mínimas de divulgação exigidas pela instrução mencionada.</p>
Helliart, <i>et al.</i> (2004)	<p>Analisar o impacto que a implementação da FRS 13 teve nos preparadores das demonstrações financeiras, quer na obtenção dos dados necessários à elaboração das demonstrações financeiras, quer nas práticas e procedimentos de gestão de tesouraria.</p>	<p>Metodologia: Entrevista</p> <p>Amostra: 15 gestores de tesouraria de grandes empresas do Reino Unido.</p> <p>Período de análise: Maio e Julho de 2001.</p>	<p>A maior parte da informação necessária ao cumprimento da FRS 13 já em produzida internamente como parte do relato de gestão, sendo apenas necessário efectuar algumas reformulações. Apesar disso, a informação recolhida revelou-se de extrema importância, atribuindo destaque à actividade de tesouraria. Contudo, tendo em consideração que os entrevistados pertenciam a grandes empresas, os autores prevêem que as pequenas empresas serão aquelas que terão maiores dificuldades na recolha dos dados.</p> <p>As principais críticas apontadas à norma dizem respeito à falta de clareza da mesma e à complexidade da informação de carácter numérico exigida, tendo os entrevistados revelado maior conforto com a informação de carácter narrativo.</p> <p>Os entrevistados foram também questionados sobre a percepção que tinham do impacto da futura adopção da IAS 39 do IASB, a partir de 2005, e revelaram que seriam necessárias muitas alterações no actual sistema de relato financeiro e nos sistemas de gestão de tesouraria para recolher a informação exigida. A maior preocupação prende-se com a contabilidade de cobertura e com as medidas de efectividade da cobertura, tendo alguns entrevistados declarado que só utilizarão a contabilidade de cobertura em operações de tamanho significativo.</p>
Bhamornisiri e Shroeder (2004)	<p>Verificar o grau de cumprimento com as exigências, em termos de divulgação de carácter qualitativo e de carácter quantitativo, contidas na SFAS 133.</p> <p>Verificar se as empresas cumprem com as exigências contidas na SFAS 133, em termos de divulgação sobre operações com instrumentos derivados, tendo em consideração a divulgação, por parte das empresas, do tipo de operações efectuadas (speculação, cobertura de risco, e, dentro destas, em função do tipo de cobertura divulgado).</p>	<p>Metodologia: análise de conteúdo dos relatórios anuais.</p> <p>Amostra: 30 empresas que compõem o Dow 30.</p> <p>Período de análise: 2001.</p>	<p>Todas as empresas cumprem com as exigências ao nível da informação de carácter qualitativo, divulgando os objectivos com a contratação de derivados, as políticas de gestão de risco adoptadas, bem como uma descrição dos instrumentos utilizados. Contudo, existe alguma inconsistência no que concerne à quantidade de informação divulgada.</p> <p>Relativamente à divulgação de informação de carácter quantitativo, o grau de cumprimento com as exigências da SFAS 133 é muito menor, impossibilitando o utilizador das demonstrações financeiras de perceber os resultados das operações levadas a cabo.</p> <p>A informação divulgada varia significativamente em termos de quantidade, local onde é divulgada e formato de divulgação utilizado, dificultando ao utilizador das demonstrações financeiras determinar o impacto e potencial impacto da utilização de instrumentos derivados na posição financeira e resultados da entidade.</p>

Autores	Objetivos	Metodologia, amostra e período de análise	Resultados
Woods e Maignison (2004)	Medir a qualidade da divulgação de informação, exigida pela <i>Financial Reporting Standard</i> (FRS) 13 - <i>Derivatives and other financial instruments disclosure</i> , emitida pelo <i>Accounting Standards Board</i> , em 1998, de adoção obrigatória para os exercícios que terminassem a partir de 23 de Março de 1999, procurando determinar a sua utilidade para o investidor em perceber a atitude perante o risco e o potencial impacto da utilização de instrumentos derivados por parte da entidade que reporta.	Metodologia: análise de conteúdo dos relatórios anuais. Amostra: nove bancos do Reino Unido incluídos na FRISE100, em Março de 1999. Período de análise: 1999.	Concluem que a informação divulgada varia significativamente, em termos de nível, conteúdo e formato, entre as instituições e que o objetivo, proposto na FRS 13, de permitir ao utilizador perceber quais são os objetivos, políticas e estratégias para a utilização de instrumentos derivados não é alcançável através da informação divulgada. O nível de divulgação aumentou em 1999, mas o utilizador não é, ainda, capaz de perceber a aparência para o risco da entidade e a sua exposição global ao risco. Estas dificuldades surgem devido à informação incompleta, falta de comparabilidade, confiança limitada e a necessidade de o utilizador relacionar informações e manipular informação numérica para a tornar mais útil. Em termos gerais, concluem que as práticas de divulgação sobre instrumentos derivados são muito limitadas em termos de utilidade para a tomada de decisões.
Darós e Borba (2005)	Verificar o grau de cumprimento com a Instrução da Comissão de Valores Mobiliários (CMV) Brasileira n.º 235/95, no que concerne à divulgação de informação sobre instrumentos derivados.	Metodologia: análise de conteúdo das demonstrações financeiras. Amostra: 20 das maiores empresas brasileiras, sociedades anónimas de capital aberto, não financeiras. Período de análise: 2002.	A maioria das empresas não divulga informação sobre as políticas de gestão de risco e sobre os riscos incorridos com a contratação de instrumentos derivados. Existem muitas imprecisões na informação divulgada, faltando, não só comparação entre o valor contabilístico e o justo valor dos instrumentos (em alguns casos revelam a inexistência de diferenças entre estes valores, o que leva os autores a concluir que, provavelmente, não foram determinados os justos valores), mas também informação sobre os critérios adotados na determinação dos justos valores. Algumas empresas divulgam a inexistência de operações com instrumentos derivados, enquanto a informação contida no balanço revela o contrário. Concluem, assim, que a maioria das empresas não cumpre com as exigências de divulgação contidas na referida instrução.
Lopes e Rodrigues (2006)	Investigar as práticas adotadas, procurando determinar se as empresas estavam já a cumprir com as exigências contidas nas NIC 32 e 39 do IASB, no que concerne aos critérios de reconhecimento, valorimetria e divulgação de instrumentos financeiros.	Metodologia: análise de conteúdo dos relatórios anuais. Amostra: empresas portuguesas cotadas em bolsa. Período de análise: 2001.	No que concerne aos instrumentos derivados, verificam que 19 empresas divulgam a utilização dos mesmos, apesar de uma delas não possuir qualquer posição em aberto a 31 de Dezembro de 2001. Destas 19 empresas, 42,1% são empresas pertencentes ao sector financeiro, sendo estas as únicas que divulgam a utilização de derivados para especulação. Apesar de a maior parte das empresas já adoptar o justo valor como critério de valorimetria de instrumentos derivados, existe ainda uma grande diferença entre o tratamento adoptado nas operações de cobertura de risco e o tratamento preconizado no normativo do IASB para estas operações, uma vez que a maior parte das empresas utiliza, ainda, o método de diferimento de ganhos e perdas em contas de balanço. No que concerne à divulgação de informação, verificam que o nível de divulgação apresentado é muito reduzido e a informação apresentada é muito genérica e, consequentemente, de pouca utilidade na tomada de decisões. Verifica-se, especialmente, um nível de divulgação bastante insatisfatório no que concerne às operações de cobertura de risco e à forma de determinação do justo valor.
Strothol (2006)	Verificar se as entidades cumprem com as exigências de divulgação de informação sobre instrumentos derivados contidas nas NIC 32 e 39 do IASB	Metodologia: análise de conteúdo dos relatórios anuais. Amostra: 51 empresas, cotadas na Bolsa de Valores de Praga Período de análise: 2004.	O impacto da utilização de derivados no resultado financeiro das entidades é muito baixo e as empresas estudadas preferem utilizar contratos <i>forward</i> para fazer face ao risco de taxa de câmbio e contratos <i>swap</i> para fazer face ao risco de taxa de juro e não utilizam derivados sobre mercadorias. No que concerne à divulgação de informação, as empresas analisadas divulgam muito pouco e a informação apresentada não é uniforme o que dificulta a sua interpretação e comparação.
Lemos e Rodrigues (2007a)	Conhecer a forma como as empresas realizam a divulgação de informação relativa às operações levadas a cabo no mercado de derivados.	Metodologia: análise de conteúdo dos relatórios anuais. Amostra: empresas cotadas na bolsa de valores de Lisboa. Período de análise: 2001 e 2004.	Pouco mais de 50% das empresas apresenta algum tipo de informação sobre instrumentos derivados. O número de referências a instrumentos derivados duplicou de 2001 para 2004. Os instrumentos acerca dos quais foram encontradas mais referências foram os <i>swaps</i> e as empresas financeiras são as que utilizam maior variedade de instrumentos. Existe evidência empírica de que o nível de informação apresentado pelas empresas financeiras é maior que o nível de informação apresentado pelas empresas não financeiras.

Autores	Objectivos	Metodologia, amostra e período de análise	Resultados
Lemos e Rodrigues (2007b)	Verificar qual o normativo adoptado pelas empresas portuguesas na contabilização de operações com instrumentos derivados.	Metodologia: análise de conteúdo dos relatórios anuais. Amostrar: empresas cotadas na <i>Euronext Lisbon</i> Período de análise: 2001 e 2004.	No exercício económico de 2001, apenas duas empresas financeiras adoptaram a NIC 39 do IASB, este número aumentou para oito, em 2004. As empresas não financeiras adoptaram critérios inconsistentes e não respeitaram as normas em vigor. As empresas financeiras respeitam o normativo do Banco de Portugal e parecem não ter ainda adoptado as disposições contidas no normativo do IASB. No que concerne à informação divulgada, verificou-se um ligeiro aumento de 2001 para 2004, as empresas financeiras são as que apresentam informação muito mais detalhada acerca das posições detidas em instrumentos derivados.
Hausin, <i>et al.</i> (2008)	Estudar o grau de cumprimento das disposições contidas na NIF 7, no que concerne apenas às divulgações relacionadas com operações de cobertura de risco. Obter a perspectiva do investidor e identificar o nível de importância atribuído às divulgações sobre cobertura de risco na análise que efectuam às empresas.	Metodologia: análise de conteúdo dos relatórios anuais e entrevistas a profissionais de contabilidade e analistas financeiros Utilizam, como forma de recolha de dados, três matrizes de divulgação, construídas com base na NIF 7 e na <i>Checklist para a apresentação e divulgação de acordo com as IFRS para 2007 da Deloitte</i> , correspondendo, cada matriz de divulgação, a cada um dos tipos de cobertura de risco previstos na NIC 39 do IASB. Amostrar: 37 entidades, seleccionadas de entre as maiores empresas, não financeiras, com maior capitalização bolsista, cotadas na OMX <i>Nordic Exchange</i> , em Estocolmo, e que declaram a utilização de instrumentos de cobertura de risco. Entrevistam um representante da KPMG de Estocolmo, especialista em contabilidade, e dois analistas financeiros. Período de análise: exercício económico de 2007.	Da análise aos relatórios anuais das entidades estudadas, concluem que: - 36 entidades declaram a realização de operações de cobertura de fluxos de tesouraria, 22 entidades declaram a realização de operações de cobertura de investimento líquido em entidades estrangeiras e 19 entidades declaram a realização de operações de cobertura de justo valor; - Para as coberturas de justo valor, cerca de 88% das entidades divulgam alguma informação de acordo com as exigências contidas na NIF 7, enquanto para as coberturas de fluxos de tesouraria e de investimento líquido em entidade estrangeira, 63% das entidades e 81% das entidades, respectivamente, divulgam alguma informação; - a correlação entre as exigências contidas na NIF 7 e a informação divulgada pelas entidades analisadas é geralmente elevada; - as exigências de divulgação mais complexas e delicadas são aquelas que apresentam menor grau de cumprimento com as exigências contidas na NIF 7. Por outro lado, das entrevistas aos analistas financeiros, concluem que: - as divulgações relacionadas com operações de cobertura de risco de entidades não financeiras não são muito importantes para a análise destes dois especialistas. Adicionalmente, estes analistas revelam que não atribuem especial importância à divulgação de informação em geral; - os analistas salientam que a informação divulgada é demasiado estandardizada e narrativa, declarando que preferem informação quantitativa e dados mais específicos. Finalmente, os autores concluem que as novas exigências de divulgação sobre operações de cobertura de risco, contidas na NIF 7, não são muito importantes no processo de tomada de decisões dos analistas financeiros no que concerne à análise de entidades não financeiras.
Oliveira, <i>et al.</i> (2008)	Verificar o grau de cumprimento com as exigências contidas no normativo nacional em vigor, no que concerne à divulgação de informação sobre instrumentos derivados.	Metodologia: análise de conteúdo dos relatórios anuais. Amostrar: três instituições financeiras brasileiras, que reportam demonstrações consolidadas em países estrangeiros. Período de análise: 2007.	Uma das entidades já cumpre com as exigências de divulgação constante das normas internacionais de contabilidade (as quais seriam de aplicação obrigatória apenas a partir de 2010), enquanto as outras duas entidades, apesar de apresentarem níveis de divulgação bastante satisfatórios, não cumprem, ainda, com a totalidade das exigências contidas nas normas.
Morais e Filho (2008)	Investigar o nível de cumprimento com as disposições contidas na NIC 39 do IASB, sobre mensuração de instrumentos financeiros, na UE.	Metodologia: análise de conteúdo dos relatórios anuais. Amostrar: 203 empresas cotadas nas bolsas de valores de França, Alemanha, Itália, Reino Unido e Portugal. Período de análise: 2005.	Obtem evidência empírica de um elevado grau de cumprimento com as disposições sobre mensuração de instrumentos financeiros contidas na NIC 39. Verifica-se um nível de cumprimento maior no que diz respeito às disposições sobre mensuração subsequente ao reconhecimento inicial, sendo mais evidente o menor nível de cumprimento quanto às disposições sobre mensuração no reconhecimento inicial, especialmente, por parte das empresas alemãs. As empresas financeiras apresentam maiores níveis de cumprimento com a norma citada. Da análise multivariada, obtiveram evidência empírica de que o país é um factor determinante do nível de cumprimento, demonstrando que as empresas situadas na Alemanha apresentam níveis de cumprimento mais baixos.

Autores	Objectivos	Metodologia, amostra e período de análise	Resultados
Darus e Taylor (2009)	Estabelecer a extensão da divulgação de informação proprietária adicional elegida pela gestão, relacionada com os instrumentos financeiros da empresa, quer em ambiente regulado, quer em ambiente não regulado.	<p>Metodologia: análise de conteúdo dos relatórios anuais, através da utilização de um índice ponderado de divulgação voluntária de informação proprietária.</p> <p>Amostra: 70 empresas, pertencentes aos sectores de actividade da energia, materiais, industriais e consumo de metais, obtidos através de uma base de dados das 500 maiores empresas cotadas na Austrália e cujos relatórios se encontravam disponíveis para todos os exercícios analisados.</p> <p>Período de análise: 1995 a 2000. Compreende um período de ambiente não regulado, entre 1995 e 1997, e um período de ambiente regulado, entre 1998 e 2000.</p>	<p>A divulgação de informação acerca de itens obrigatórios cresceu significativamente após a entrada em vigor da AASB 1033, no período de 1998 a 2000, comparativamente ao período de 1995 a 1997.</p> <p>A aplicação de um <i>Independent sample T-test</i>, para comparar as médias de divulgação de informação voluntária entre os dois períodos considerados, permitiu-lhes concluir que a divulgação de informação voluntária também cresceu significativamente no período de pós adopção da norma.</p> <p>No período de pré adopção da AASB 1033, a divulgação de informação relacionada com itens de obrigatoriedade antecipada aumentou significativamente para alguns dos itens previstos, mas o mesmo não aconteceu relativamente a itens de divulgação não antecipada.</p> <p>Apesar de se ter verificado um aumento no nível de compreensão dos itens de divulgação obrigatória no período de 1995 a 1997 e um aumento ainda mais significativo no período de 1998 a 2000, sugerindo a existência de um aumento no nível de compreensão no período pós regulamentação, a aplicação dos testes estatísticos não permitiu obter evidência empírica desta associação.</p>
Bonaci, et al. (2009)	Repetir o estudo de Strouhal (2006) e verificar se as entidades cumprem com as exigências de divulgação de informação sobre derivados contidas nas NIC 32 e 39 do IASB	<p>Metodologia: análise de conteúdo dos relatórios anuais.</p> <p>Amostra: 51 empresas, cotadas na Bolsa de Valores de Praga</p> <p>Período de análise: 2006.</p>	<p>A informação divulgada sobre operações com instrumentos derivados continua a ser escassa e não uniforme.</p> <p>A informação divulgada aparece espalhada ao longo de todo relatório; as empresas divulgam o valor nominal para cada tipo de instrumento, mas a informação sobre os justos valores encontra-se agregada por tipo de risco financeiro.</p> <p>A maior parte das empresas não apresenta informação sobre as estratégias de cobertura de risco e nenhuma revela as medidas adoptadas para medir a eficiência da cobertura de risco levada a cabo.</p> <p>O baixo nível de divulgação sobre operações com derivados tem um impacto negativo sobre a possibilidade de tomada de decisão, devido à assimetria de informação existente.</p>
Yapa (2009)	Examinar o grau de cumprimento com as exigências de divulgação, qualitativa e quantitativa, sobre riscos, contidas na AASB 7 – <i>Financial Instruments: Disclosures</i> , do <i>Australian Accounting Standards Board</i>	<p>Metodologia: análise de conteúdo dos relatórios anuais.</p> <p>Amostra: 26 fundos de reforma de empresas do sector Industrial</p> <p>Período de análise: 2007</p>	<p>O nível de cumprimento com as exigências de divulgação situa-se abaixo dos 50%.</p> <p>O número médio de frases divulgadas, sobre risco, é de 2,36.</p> <p>A maior parte das entidades divulga apenas a política geral de gestão de risco adoptada, seguida de uma série de objectivos. Existe muito pouca informação relacionada com os riscos de crédito e de liquidez.</p>
Bischof (2009)	Examinar o efeito da adopção, pela primeira vez, da NIF 7, nas opções de divulgação e apresentação dos bancos europeus.	<p>Metodologia: análise de conteúdo dos relatórios anuais.</p> <p>Amostra: 171 bancos de 28 países europeus</p> <p>Período de análise: 2006 e 2007</p>	<p>O nível de divulgação aumentou significativamente durante o ano de primeira adopção da NIF 7.</p> <p>No que concerne às divulgações sobre riscos, as entidades passaram a centrar a sua atenção no risco de crédito, em detrimento do risco de mercado.</p> <p>Apesar do aumento nas exigências de divulgação obrigatória, verificou-se também um aumento no nível de divulgação voluntária, nomeadamente sobre risco operacional.</p> <p>O autor conclui, portanto, que a adopção da NIF 7 contribuiu para um aumento global na qualidade de divulgação das entidades bancárias europeias. Contudo, a qualidade de divulgação continua a ser imperfeita, dado que existe um número substancial de bancos que não cumprem totalmente com as novas regras, principalmente no que concerne às divulgações relacionadas com o risco de crédito.</p> <p>Relativamente à forma de apresentação da informação, verifica-se um aumento pouco significativo no número de bancos que alteraram a forma de apresentação da informação de acordo com as exigências contidas na norma.</p> <p>Os efeitos da adopção da NIF 7 variam substancialmente entre países: os efeitos são mais fracos em países como Itália ou Dinamarca, onde os formatos de divulgação, prescritos pelos organismos nacionais de supervisão bancária, restringem o número de opções de divulgação.</p>

**Quadro A.I.3 - Estudos sobre divulgação sobre risco e sobre o grau de cumprimento com as recomendações do Comité de Basileia e da IOSCO, nas instituições financeiras**

Autores	Objectivos	Metodologia, amostra e período de análise	Resultados
BCBS e IOSCO (1995b; 1996; 1998b; 1999b)	Estabelecer um quadro sobre o tipo de informação correntemente divulgada pelas instituições financeiras a nível internacional.	Metodologia: análise de conteúdo dos relatórios anuais. Amostra: 67 bancos e 12 empresas de corretagem a operar nos países do G-10. Período de análise: 1993, 1994 1995, 1996, 1997, 1998.	O nível de divulgação aumenta ao longo do período analisado, de ano para ano, aumentando, quer o número de instituições que apresentam determinadas divulgações, quer o nível de divulgação apresentado por cada entidade. As entidades estudadas apresentam informações, quer de carácter qualitativo, acerca dos riscos de mercado e risco de crédito incorridos, acerca dos objectivos de contratação de instrumentos derivados e definem as estratégias de gestão de risco adoptadas. Para além disso, divulgam alguma informação sobre as políticas contabilísticas e de mensuração adoptadas e sobre o impacto nos resultados das operações com derivados. Relativamente ao impacto em resultados, a informação relativa às operações com derivados de não negociação é a menos divulgada.
BCBS (2001, 2002; 2003)	Analisar as práticas de divulgação adoptadas por uma amostra de bancos a operar a nível internacional.	Metodologia: análise de conteúdo dos relatórios anuais, através de uma lista de questões. Amostra: 54 bancos a operar a nível internacional. Período de análise: 1999, 2000 e 2001.	A informação divulgada com maior frequência refere-se às políticas contabilísticas e de apresentação, outros riscos e estrutura de capital. A informação menos divulgada diz respeito ao risco de crédito e aos derivados de crédito, apesar de se ter verificado um aumento de 1999 para 2001. No que diz respeito aos derivados de crédito e outros créditos, a taxa de divulgação aumenta de 24%, em 1999, para 34%, em 2001, sendo a informação relativa aos valores nominais e justos valores dos derivados de crédito, aquela que apresenta maiores taxas de divulgação. No que concerne aos outros instrumentos derivados, a taxa de divulgação aumenta de 57%, em 1999, para 62%, em 2001. As informações relativas aos objectivos de contratação de derivados de não negociação, à descrição das operações de cobertura de risco e aos justos valores dos derivados, são as que apresentam maiores taxas de divulgação.
Xavier (2003)	Analisar a transparência das demonstrações financeiras, à luz das recomendações do acordo de Basileia.	Metodologia: análise de conteúdo dos relatórios anuais. Amostra: 10 maiores bancos brasileiros. Período de análise: 2001 e 2002	As percentagens de divulgação totais correspondem a 25%, em 2001 e a 26%, em 2002. Relativamente aos outros derivados, as percentagens de divulgação são de 29%, em 2001 e de 34%, em 2002. A informação sobre instrumentos derivados que apresenta maiores percentagens de divulgação diz respeito ao valor de mercado dos instrumentos e às potenciais exposições futuras de riscos.
Yong, <i>et al</i> (2005)	Comparar as divulgações, sobre derivados e gestão de risco, efectuadas pelos bancos situados na Ásia-Pacífico, com as recomendações efectuadas conjuntamente pela IOSCO e pelo Comité de Basileia. Verificar se as divulgações efectuadas variam em função das subcategorias de derivados utilizados e de gestão de risco; Verificar se existem diferenças inter-regionais e entre países nas práticas de divulgação adoptadas na região da Ásia-Pacífico.	Metodologia: análise de conteúdo dos relatórios anuais, através de um índice de divulgação de informação, construído com base nas recomendações emitidas pelo Comité de Basileia e pela IOSCO. Amostra: 146 bancos sediados nos dez países da Ásia-Pacífico: Austrália, Hong Kong, Japão, Malásia, Nova Zelândia, Filipinas, Taiwan, Tailândia, Singapura e Coreia do Sul Período de análise: 2002	O valor médio do índice de divulgação, considerando a totalidade da amostra, é de 35%, sugerindo que muitas das recomendações de divulgação não são adoptadas pelos bancos analisados. Relativamente ao tipo de informação divulgada, as informações gerais são as mais divulgadas, seguidas das informações de carácter qualitativo, sendo as informações de carácter quantitativo as menos divulgadas. Existem diferenças entre os países e entre as regiões ao nível das práticas de divulgação: os níveis de divulgação são mais elevados em Singapura, Hong Kong e Austrália e as Filipinas apresentam o nível de divulgação mais baixo. Estas diferenças poderão ser explicadas pelo facto de não existir qualquer norma ou recomendação sobre divulgação de informação sobre derivados nas Filipinas, enquanto nos outros três países é dada extrema relevância à transparência da informação. Em relação às regiões, verificam que os países situados na Austrália apresentam níveis de divulgação mais elevados do que os países situados no Leste e Sudeste da Ásia. Os países desenvolvidos apresentam níveis de divulgação mais elevados que os países em desenvolvimento, especialmente no que concerne à divulgação de informação sobre os métodos de contabilização e mensuração e sobre resultados, e não existe qualquer relação entre o nível de divulgação e o facto de os países em análise pertencerem ao Comité de Basileia. Assim, estes autores concluem que o adequado incentivo à divulgação, poderá conduzir a um aumento da transparência e comparabilidade das actividades com instrumentos derivados.



Autores	Objectivos	Metodologia, amostra e período de análise	Resultados
Feria Dominguez e Oliver Alfonso (2006)	Analisar o grau de cumprimento com os requisitos de informação estabelecidos no terceiro pilar do Acordo de Basileia II por parte da indústria bancária espanhola.	Metodologia: análise de conteúdo dos relatórios anuais. Amostra: 5 entidades financeiras espanholas. Período de análise: 1999 e 2004	Em termos gerais, a informação sobre risco de mercado, divulgada anualmente pelas entidades bancárias espanholas, melhorou sensivelmente desde 1999. Em particular, verifica-se que a informação quantitativa foi aquela que teve um melhor tratamento. A informação divulgada não responde a nenhum padrão normalizado, dificultando a comparabilidade entre entidades e a garantia da transparência indispensável para salvaguardar a disciplina de mercado.
Linsley, <i>et al.</i> (2006)	Analisar a divulgação de informação sobre risco e gestão de riscos por parte das instituições financeiras.	Metodologia: análise de conteúdo dos relatórios anuais. Amostra: 9 maiores bancos do Canadá e 9 maiores bancos do Reino Unido Período de análise: 2001.	A informação sobre as políticas de gestão de risco é a que aparece com maior frequência. A informação de carácter quantitativo e sobre riscos futuros é divulgada com menos frequência que a informação de carácter qualitativo e sobre riscos passados. Não obtiveram evidência empírica de qualquer associação entre o nível de divulgação e a rentabilidade ou o nível de risco do banco. Obtiveram evidência empírica de uma associação positiva entre o nível de divulgação e o tamanho da entidade e o número de definições de risco. Não existe diferença estatisticamente significativa entre o nível de divulgação nos dois países estudados.
Beneditto e Silva (2008)	Comparar as práticas de divulgação adoptadas com as recomendações do Comité de Basileia do Banco Central do Brasil	Metodologia: análise de conteúdo dos relatórios anuais. Amostra: 3 instituições financeiras cotadas na Bolsa de Valores de São Paulo. Período de análise: 2001 a 2007.	No período de 2001 a 2005, verifica-se uma evolução na divulgação de informações, em termos de notas explicativas e do detalhe apresentado. No que concerne ao cumprimento com as recomendações do Comité de Basileia e da IOSCO, as taxas de divulgação representam 31% e 33%, em 2004 e 2005, respectivamente, tendo aumentado para 32%, em 2006, e 35%, em 2007. A categoria de informação mais divulgada é a que diz respeito às políticas contabilísticas e de apresentação, não tendo, contudo, sofrido variações ao longo do período. As empresas estudadas apresentam taxas de divulgação de cerca de 30%, muito inferiores às taxas obtidas pelo estudo do Comité de Basileia (2002) para o exercício de 2001. No que concerne aos instrumentos derivados, as instituições estudadas apresentam informações gerais acerca dos objectivos e políticas de utilização e o valor de mercado dos mesmos. Relativamente aos derivados de crédito, verifica-se uma evolução positiva, em 2007, devido à contratação de <i>swaps</i> de crédito por parte de uma das instituições para fazer face ao risco de crédito.

Autores	Objectivos	Metodologia, amostra e período de análise	Resultados
Carneiro (2008)	Identificar o estado actual das demonstrações financeiras dos grandes bancos brasileiros, em relação às exigências de divulgação previstas nas normas internacionais de contabilidade para instrumentos financeiros e no Novo Acordo de Basileia para riscos bancários.	Metodologia: análise de conteúdo das demonstrações financeiras consolidadas. Amostra: 3 instituições financeiras brasileiras. Período de análise: 2006 e 2007.	Os bancos estudados ainda não incorporam, de forma significativa, as exigências de divulgação contidas na NIRF 7 do IASB e no Pilar III do Acordo de Basileia II. As práticas de divulgação de informação pouco avançaram em direcção às futuras normas contabilísticas, indicando que a postura adoptada pelos bancos parece ser a de mudar das actuais normas para as normas do IASB de uma só vez, não havendo evidências de um processo de adaptação progressiva, que poderia facilitar essa mudança.
Woods, <i>et al.</i> (2008)	Examinar a divulgação de informação sobre risco de mercado, por parte de uma amostra de bancos multinacionais.	Metodologia: análise de conteúdo dos relatórios anuais. Amostra: 25 maiores bancos do mundo. Período de análise: 2000 a 2006.	Obtiveram evidência fraca de uma evolução no nível de divulgação durante o período de 2000 a 2006. Não obtiveram evidência empírica de existência de qualquer associação entre o nível de divulgação e o tamanho da empresa. Obtiveram evidência empírica de uma associação positiva entre o nível de divulgação e a extensão do relatório anual. Concluem, ainda, pela existência de diferenças significativas nas práticas de divulgação a nível internacional.
Alves e Chierobim (2009)	Verificar os níveis de divulgação sobre risco operacional, de acordo com as recomendações do Comité de Basileia, em instituições financeiras.	Metodologia: análise de conteúdo dos relatórios anuais e outros documentos adicionais. Amostra: 24 bancos do Brasil e 9 bancos sediados nos EUA e Europa. Período de análise: 2003 e 2004.	Os níveis de divulgação sobre risco operacional, em 2003, foram de 17,13% e 77,7%, para bancos brasileiros e estrangeiros, respectivamente. Em 2004, esses valores aumentaram para 24,31% e 81,48%, respectivamente. Os testes não paramétricos indicaram que o grupo de bancos do exterior divulgou mais subcategorias de informação do que o grupo de bancos do Brasil, nos dois anos analisados, e que a quantidade de subcategorias de informação divulgada pelos dois grupos aumentou em 2004.
Dantas, <i>et al.</i> (2010)	Avaliar o impacto na forma como os bancos divulgam informação sobre risco de crédito, de acordo com os requisitos de Basileia II; Identificar os determinantes do nível de divulgação de risco de crédito das instituições financeiras no Brasil.	Metodologia: análise de conteúdo das informações financeiras trimestrais. Tratamento de dados em painel. Amostra: 50 maiores bancos no Sistema Financeiro Nacional do Brasil. Período de análise: 2001 a 2008.	O nível de divulgação sobre risco de crédito aumentou de forma constante e paulatina durante o período analisado, estando, contudo, distante das exigências contidas no Acordo de Basileia II. O índice médio de divulgação, em 2008, foi apenas de 39,04%. O nível de divulgação em determinado período é influenciado pelo nível de divulgação do período imediatamente anterior. Da análise multivariada resultou que o nível de divulgação se alterou com a vigência do Acordo de Basileia II e que os bancos com maior volume de activos, maior rentabilidade, menor imobilização e com acções cotadas apresentam maior grau de transparência sobre risco de crédito.

Quadro A.I.4 – Síntese dos estudos sobre factores determinantes da utilização de instrumentos derivados

Autores	Objectivos	Metodologia, amostra e período de análise	Resultados
Berkman e Bradbury (1996)	Estudar os determinantes da utilização de instrumentos financeiros derivados por parte de todas as empresas cotadas na bolsa da Nova Zelândia.	Metodologia: Análise de conteúdo. Amostra: 116 empresas cotadas na bolsa da Nova Zelândia. (excepto empresas estrangeiras e empresas financeiras). Período de análise: 1994.	Identificam, como factores determinantes da utilização de instrumentos derivados, o tamanho da empresa, a cobertura de juros, o nível de endividamento, o <i>Prior Earnings Ratio</i> , o pagamento de dividendos, a liquidez e a detenção de acções pelos órgãos de gestão.
Mian (1996)	Fornecer evidência empírica sobre os determinantes das políticas de cobertura de risco.	Metodologia: análise de conteúdo. Amostra: 3022 empresas não financeiras, dos EUA. Período de análise: 1992	A actividade de cobertura encontra-se positivamente associada ao maior tamanho da empresa e as considerações sobre a informação e sobre as transacções têm maior influência sobre a cobertura de risco do que os custos de aumentar o capital. Não existe qualquer correlação entre a actividade de cobertura e o endividamento, mas a cobertura de risco encontra-se positivamente associada aos lucros de dividendos e ao pagamento de dividendos e negativamente associada à liquidez.
Colquitt e Hoyt (1997)	Analisar os determinantes de cobertura de risco com futuros e opções pelas seguradoras do ramo vida.	Metodologia: análise de conteúdo. Amostra: 571 seguradoras do ramo vida licenciadas no Estado da Geórgia. Período de análise: 1992	O tamanho da seguradora, o nível de endividamento e o afastamento entre a maturidade de activos e passivos estão positivamente associados à propensão para as entidades estudadas utilizarem futuros ou opções para cobertura de risco. Os resseguros não parecem ser utilizados como substitutos de cobertura. O tamanho da empresa não é um factor determinante do nível de utilização de futuros e opções para cobertura de risco.
Goldberg <i>et al.</i> (1998)	Analisar a associação existente entre a decisão de utilização de derivados e as características das empresas.	Metodologia: análise de conteúdo. Amostra: 410 das maiores empresas nos EUA. Período de análise: 1993.	Existem diferenças entre os factores determinantes da utilização de derivados e os factores determinantes do nível de utilização positivamente associadas com a utilização e o nível de utilização estão as oportunidades de crescimento (medida através das despesas com I&D), o nível de exportações e o nível de endividamento. A utilização de derivados está positivamente associada com o tamanho da empresa e negativamente associada com a liquidez. Existem diferenças nos factores associados aos derivados de câmbio e aos derivados sobre juros: os níveis de desenvolvimento e investigação e o nível de exportações são factores determinantes do nível de utilização de derivados de câmbio, enquanto a liquidez e o nível de endividamento são factores determinantes do nível de utilização de derivados sobre taxas de juro.
Adedeji e Baker (2002)	Testar a influência da cobertura de juros e do endividamento financeiro na utilização de derivados sobre taxas de juro, pelas empresas do Reino Unido, e procurar identificar os factores que motivam as empresas a utilizar derivados sobre taxas de juro, comparando-os com os motivos que levam as empresas a utilizar derivados sobre taxas de câmbio.	Metodologia: Análise de conteúdo e técnica de questionário. Amostra: 140 empresas do Reino Unido. Período de análise: 1996.	Os resultados que obtiveram indicam a associação positiva entre a cobertura de juros e o nível de endividamento na utilização de derivados sobre taxas de juro. Por outro lado, indicam, ainda, a associação positiva com o tamanho da empresa e a associação negativa com a percentagem de acções detidas pelos órgãos de gestão/administração. Finalmente, concluem que os factores determinantes da utilização de derivados sobre taxas de câmbio (para gerir o risco de câmbio) são diferentes dos factores determinantes da utilização de derivados sobre taxas de juro (para gerir o risco de taxa de juro).

Autores	Objectivos	Metodologia, amostra e período de análise	Resultados
Nguyen e Faff (2002)	Examinar a relação existente entre a utilização de instrumentos derivados e as características das empresas pertencentes aos sectores industrial e mineiro na Austrália.	Metodologia: Análise de conteúdo. Amostra: 158 empresas australianas. Período de análise: 1995.	O tamanho da empresa e o nível de endividamento são os principais factores explicativos da utilização de derivados, por parte das empresas pertencentes aos dois sectores.
Berkman, <i>et al.</i> (2002)	Examinar a relação existente entre a utilização de instrumentos derivados e as características das empresas pertencentes aos sectores industrial e mineiro na Austrália.	Metodologia: Análise de conteúdo. Amostra: 158 empresas australianas. Período de análise: 1995.	O tamanho da empresa e o nível de endividamento são os principais factores explicativos da utilização de derivados, por parte das empresas pertencentes aos dois sectores.
Nguyen e Faff (2003)	Identificar os motivos da utilização de instrumentos derivados sobre taxas de câmbio e de juro por parte das empresas australianas.	Metodologia: Análise de conteúdo. Amostra: 500 maiores empresas australianas, não financeiras. Período de análise: 1999 e 2000.	Obtém evidência empírica da associação entre a utilização de derivados sobre taxas de câmbio e o nível de endividamento e o tamanho da empresa e da associação entre a utilização de derivados sobre taxas de juro e o nível de endividamento, o tamanho da empresa, a curva de dividendos e a liquidez e, de forma negativa, o rácio valor de mercado/valor contabilístico do capital.
Borokhovich, <i>et al.</i> (2004)	Examinar a relação existente entre a composição do Conselho de Administração e a utilização de derivados sobre taxas de juro.	Metodologia: Análise de conteúdo. Amostra: 370 das 500 maiores empresas não financeiras dos Estados Unidos. Período de análise: 1995.	Obtém evidência empírica da existência de uma associação positiva entre a composição do Conselho de Administração e a utilização de derivados sobre taxas de juro, indicando que a utilização aumenta com o aumento do número de directores independentes.
Ayala Calvo, <i>et al.</i> (2005)	Analisar quais os factores determinantes da utilização de instrumentos derivados, por parte dos Fundos de Investimento Garantido.	Metodologia: Análise de conteúdo. Amostra: 573 Fundos de Investimento Garantidos, qualificados pela Comissão Nacional do Mercado de Valores em Espanha. Período de análise: 2000.	Os instrumentos derivados mais utilizados pelos Fundos de Investimento são as opções e os <i>warrants</i> . Da análise multivariada concluem que os fundos de investimento que utilizam instrumentos derivados possuem um maior património, um nível de risco mais elevado e um maior nível de rentabilidade a curto prazo, quer no actual trimestre, quer no trimestre anterior.

Autores	Objectivos	Metodologia, amostra e período de análise	Resultados
Shiu (2007)	Estudar a utilização de instrumentos derivados por parte das empresas pertencentes ao sector dos seguros (tanto dos seguros não vida) no Reino Unido.	Metodologia: Análise de conteúdo e dados em painel. Amostra: 360 entidades pertencentes ao sector dos seguros no Reino Unido. Período de análise: de 1994 a 2002.	Conclui que a tendência para a utilização e o nível de utilização de instrumentos derivados pelas entidades seguradoras são bastante limitadas e que estas entidades tendem a transaccionar mais contratos de futuros do que outros derivados. Por outro lado, conclui que, o tamanho da empresa, a liquidez, a exposição ao risco de taxa de juro, a concentração de negócio e a forma organizacional são factores determinantes da decisão de utilização de instrumentos derivados.
Ashraf, <i>et al.</i> (2007)	Analisar os factores determinantes da utilização de derivados de crédito.	Metodologia: Análise de conteúdo. Amostra: 346 grandes companhias bancárias nos EUA. Período de análise: de 1997 a 2004.	O tamanho da empresa é o principal factor determinante da utilização do volume de derivados de crédito transaccionados. Obtém suporte parcial para a existência de uma associação negativa entre o valor de franquia dos bancos e a sua experiência passada na contratação de derivados e a contratação de derivados de crédito. Não obtiveram evidência empírica de que os derivados de crédito possam ser utilizados como alternativas de cobertura de risco e que os gestores, detentores de acções, tenham menor apetência para transaccionar derivados de crédito. Existe uma associação positiva entre o tamanho da carteira de empréstimos comerciais e industriais e o volume de derivados de crédito transaccionados.
Kim, <i>et al.</i> (2008)	Determinar a relação existente entre a utilização de instrumentos derivados e as compensações adicionais para os órgãos de gestão.	Metodologia: Análise de conteúdo. Amostra: todas as empresas, não financeiras, incluídas na base de dados publicada pela <i>Synops Monitor Publications, Inc.</i> , num total de 1839 observações/ano Período de análise: de 1992 a 1996	Obtém evidência empírica da associação existente entre a utilização de instrumentos derivados e o tamanho da empresa, o nível de endividamento e o rácio despesas de investigação e desenvolvimento sobre o total de activo. Concluem que não existe qualquer relação, estatisticamente significativa, entre os planos de incentivos para órgãos de gestão, o número de acções e o número de opções sobre acções detidas pelos órgãos de gestão. Contudo, ao sectionar a amostra em dois grupos, concluem que existe uma relação negativa entre a tendência para a utilização de instrumentos derivados e a proporção das compensações adicionais para órgãos de gestão, nas empresas cujos gestores se deparam com uma função de pagamento convexa (Para que os gestores recebam as compensações adicionais, a performance da empresa precisa de ultrapassar um determinado limiar. Esta característica dos planos de incentivos adiciona convexidade à função de pagamento, incentivando os gestores a aumentar os riscos). Contrariamente, existe uma relação positiva nas empresas cujos gestores se deparam com uma função de pagamento cóncava (Geralmente, os planos de incentivos prevêm um valor máximo de pagamento. Esta característica adiciona concavidade à função de pagamento, incentivando os gestores a reduzir o risco).
Carneiro e Sherris (2008)	Analisar a procura para cobertura de risco de taxas de juro pelas empresas Australianas.	Metodologia: Análise de conteúdo. Amostra: 189 empresas cotadas na base de dados S&P/ASX 300 Período de análise: de 1998 a 2003	Das 189 empresas, 108 classificam-se como <i>hedgers</i> e 81 como <i>non-hedgers</i> . Do estudo sobre os determinantes da utilização de derivados sobre taxas de juros, concluem que o tamanho da empresa é o único factor determinante. Relativamente ao estudo sobre o nível de utilização de derivados sobre taxas de juro, são factores explicativos o tamanho da empresa, o rácio de dívidas indexadas a taxas variáveis, o retorno anual, benefícios fiscais futuro e o tipo de indústria.
Barram, <i>et al.</i> (2009)	Identificar os motivos que levam as empresas a utilizar instrumentos derivados.	Metodologia: Análise de conteúdo. Amostra: 7319 empresas situadas em 50 países Período de análise: 2000 e 2001.	Identificam, como factores determinantes da utilização de instrumentos derivados, o tamanho da empresa, o maior endividamento da empresa, a existência de <i>stock options</i> , a existência de vários tipos de acções no capital da sociedade, maiores créditos de imposto, e a localização em países com maior risco económico e financeiro e com mercados de derivados mais amplos.

Quadro A.I.5 - Síntese dos estudos sobre factores determinantes da divulgação de informação sobre instrumentos derivados

Autores	Objectivos	Metodologia, amostra e período de análise	Resultados
Peters, <i>et al.</i> (2001)	Analisar a existência de associação entre o tipo de auditor externo e o nível de divulgação voluntária sobre derivados sobre mercadorias, procurando determinar se as entidades escolhem auditores especializados para se legitimarem, compensando, dessa forma, a reduzida divulgação de informação.	Metodologia: análise de conteúdo, através da utilização de um índice de divulgação voluntária. Para medir a especialização do auditor utilizam, como variáveis independentes, uma medida de quota de mercado e uma medida de carteira de clientes. Amostra: 178 empresas não financeiras dos E.U.A. Período de análise: 1996	Quando considerada, como medida de especialização do auditor, a carteira de clientes, existe uma relação negativa entre o nível de divulgação e a especialização do auditor, validando a hipótese de partida. Contudo, quando considerada, como medida de especialização do auditor, a quota de mercado, não obtém qualquer evidência empírica de associação entre as variáveis estudadas. O nível de divulgação voluntária sobre derivados sobre mercadorias está negativamente associado à percentagem de capital detida pelos órgãos de administração, à negociação de derivados sobre matérias-primas, ao facto de a empresa se inserir num sector de actividade mais concentrado, ao facto de transaccionarem os instrumentos derivados em mercados com menores volumes de transacções e com mais especuladores e grandes intermediários e com o tamanho da empresa. O nível de divulgação voluntária está positivamente associado com a recente emissão de capital e com o facto de as empresas transaccionarem instrumentos derivados com liquidação física, uma vez que a divulgação de informação sobre este tipo de contratos não se encontrava prevista em qualquer norma, sendo, por isso, qualquer informação divulgada de carácter voluntário.
Chalmers e Godfrey (2004)	Investigar as respostas dos gestores às exigências sobre divulgação de informação sobre instrumentos derivados, propostas pelos organismos australianos de emissão de normas contabilísticas e pela ASCT	Metodologia: análise de conteúdo, através da utilização de um índice de divulgação voluntária. Amostra: 216 empresas, seleccionadas de entre as TOP500, em 31/03/1996, e cotadas continuamente na Bolsa Australiana no período 1988-1996. Período de análise: 1992-1996	O nível de divulgação voluntária sobre instrumentos derivados aumenta durante o período de 1992 a 1996, sendo esse aumento estatisticamente significativo em 1995, sugerindo que a publicação da norma da ASCT ou do EID 65 do <i>Australian Accounting Standards Board</i> influenciaram o nível de divulgação. Obtém evidência empírica da existência de uma associação positiva entre o nível de informação divulgada e o facto de a empresa se encontrar associada à ASCT e pertencer ao G100 (associação de contabilistas seniores e executivos financeiros representantes das maiores companhias públicas e empresas do estado da Austrália). Adicionalmente, identificam como factores de divulgação de informação, o tamanho da empresa, o tipo de indústria, o aumento de capital no ano corrente e o facto de a empresa ter sido objecto de notícias divulgadas pela comunicação social. Não encontram suporte para a associação entre o tipo de auditor e o nível, e variação no nível, de informação sobre derivados.
Aggarwal e Simkins (2004)	Analisar a natureza e os determinantes da divulgação voluntária sobre a utilização de derivados sobre divisas, de acordo com a SFAS 107 do FASB.	Metodologia: análise de conteúdo, através da utilização de uma escala de Likert que classifica a qualidade da informação divulgada pela empresa em cinco níveis, desde qualidade de divulgação pobre até à inclusão de divulgação voluntária. Amostra: 500 maiores empresas não financeiras dos E.U.A. Período de análise: 1993.	O crescimento nos resultados por acção, a percentagem de directores internos e o valor de <i>stock options</i> , atribuídas aos órgãos de gestão, são significantes indicadores de qualidade da divulgação. O sinal da variável valor de <i>stock options</i> atribuídas aos órgãos de gestão é negativo, indicando que os gestores com níveis mais elevados de <i>stock options</i> preferem divulgar menos. A probabilidade de a empresa se situar numa das Top 3 do seu sector e o rácio valor de mercado/valor contabilístico do capital são variáveis adicionais que influenciam a qualidade da divulgação.
Mir Fernández, <i>et al.</i> (2006)	Avaliar como é que a informação financeira sobre derivados financeiros evolui ao longo do tempo, comprovando os efeitos que as alterações na regulamentação internacional provocam na transparência dos dados revelados nas contas anuais Estudar as características empresariais que determinam que as empresas divulguem maior informação nas suas contas anuais.	Metodologia: análise de conteúdo, através da utilização de um índice de divulgação voluntária. Amostra: todas as empresas incluídas no mercado contínuo da Bolsa de Madrid. Período de análise: 2000 a 2002.	A qualidade da informação divulgada evolui, de forma significativa, ao longo do período considerado. As duas principais variáveis explicativas da divulgação e nível de divulgação de informação sobre derivados são o valor líquido do volume de negócios (medida do tamanho da empresa) e o nível de endividamento.

Autores	Objectivos	Metodologia, amostra e período de análise	Resultados
Hassan, <i>et al.</i> (2006/2007)	Investigar a transparência da divulgação sobre derivados	<p>Metodologia: análise de conteúdo, através da utilização de um índice de divulgação voluntária, construído com base na norma 1033 do <i>Australian Accounting Standards Board – Presentation and Disclosure of Financial Instruments</i> (AASB 1033).</p> <p>Amostra: 137 empresas australianas, da indústria extractiva, cotadas em bolsa.</p> <p>Período de análise: 1998 a 2001.</p>	<p>Apesar da transparência da informação divulgada ter aumentado ao longo do período, as empresas ainda usam de alguma discrição, especialmente no que concerne à divulgação de informação sobre justo valor.</p> <p>O tamanho da empresa, o PER (<i>price to earnings ratio</i>) e o nível de endividamento (medido através do <i>debt-to-equity ratio</i>) e, a um nível mais limitado, o rácio valor de mercado/valor contabilístico, investigação e desenvolvimento e a rentabilidade são factores explicativos da qualidade da informação divulgada.</p>
Lopes e Rodrigues (2007)	Estudar as características das empresas que se encontram mais perto de cumprir com as exigências de divulgação sobre instrumentos financeiros cotadas nas normas internacionais de contabilidade (NIC 32 e 39).	<p>Metodologia: análise de conteúdo, através da utilização de um índice de divulgação voluntária.</p> <p>Amostra: todas as empresas incluídas no mercado contínuo da Bolsa de Lisboa.</p> <p>Período de análise: 2001.</p>	<p>Os factores determinantes da divulgação de informação sobre instrumentos financeiros são o tamanho da empresa, o sector económico (sendo as empresas financeiras aquelas que apresentam maiores níveis de divulgação), o tipo de auditor e o facto de a empresa se encontrar corada em mais do que um mercado regulamentado.</p>
Hassan, <i>et al.</i> (2009)	Examinar a qualidade da informação divulgada sobre instrumentos derivados.	<p>Metodologia: análise de conteúdo, através da utilização de um índice de divulgação voluntária, construído tendo por base a norma 24 do <i>Malaysian Accounting Standards Board – Financial Instruments: disclosure and Presentation</i> (MASB 24), que entrou em vigor no exercício de 2001.</p> <p>Amostra: 484 empresas cotadas na bolsa de valores da Malásia.</p> <p>Período de análise: 1999, 2000, 2002 e 2003.</p> <p>Consideraram os dois exercícios que antecederam a obrigatoriedade de adopção da MASB 24 e os dois períodos posteriores</p>	<p>O nível de qualidade da informação divulgada é baixo, notando-se, contudo, um ligeiro aumento ao longo do período analisado.</p> <p>O tamanho da empresa, o nível de endividamento, a existência de comités de gestão de risco na entidade e a obrigatoriedade de implementação da norma MASB 24 (para os períodos posteriores a 2001), são factores explicativos do nível de qualidade da informação divulgada.</p>
Lemos, <i>et al.</i> (2009)	Análise da informação que as empresas portuguesas divulgam acerca das operações com instrumentos derivados, identificando as características empresariais que determinam o nível de informação que é divulgada nos Relatórios e Contas anuais.	<p>Metodologia: análise de conteúdo, através da utilização de um índice de divulgação, construído tendo por base as NIC 32 e 39 do IASB.</p> <p>Amostra: 49 empresas cotadas na bolsa de valores de Lisboa.</p> <p>Período de análise: 2004.</p>	<p>As empresas portuguesas prevendo a futura adopção do normativo do IASB, foram incluindo, nos seus relatórios e contas relativos ao exercício de 2004, alguma informação sobre as operações efectuadas no mercado de derivados.</p> <p>O valor médio do índice de divulgação é de 0,28, quando consideradas apenas as empresas divulgadoras, indicando que as empresas portuguesas ainda revelam pouca informação sobre aquelas operações.</p> <p>Relativamente aos factores determinantes do nível de divulgação, da análise multivariada, concluem que o único factor explicativo é o tamanho da empresa.</p>

## APÊNDICE II - ÍNDICE DE DIVULGAÇÃO DE INFORMAÇÃO SOBRE INSTRUMENTOS DERIVADOS, DE ACORDO COM O NORMATIVO DO IASB (ID<sub>IASB</sub>)

### POLÍTICAS CONTABILÍSTICAS

- 1 - Política de gestão de risco, incluindo política de cobertura
- 2 - Objectivos de detenção ou contratação de derivados
- 3 - Políticas contabilísticas e métodos utilizados
- 4 - Informação sobre as garantias comprometidas com a sua contratação
- 5 - Procedimentos de controlo interno seguidos pela empresa na supervisão dos derivados
- 6 - Identificação dos instrumentos derivados transaccionados

### INFORMAÇÃO ESPECÍFICA SOBRE RISCOS

- 7 - Segregação por categorias de riscos
- 8 - Objectivos, políticas e procedimentos de gestão de riscos
- 9 - Métodos utilizados para mensurar o risco
- 10 - Exposição máxima ao risco de crédito
- 11 - Análise de sensibilidade para cada tipo de risco
- 12 - Valor facial, valor nocional
- 13 - Análise de maturidade contratual
- 14 - Informação sobre a contraparte dos derivados

### OPERAÇÕES QUE NÃO SE QUALIFICAM COMO DE COBERTURA

- 15 - Método de contabilização
- 16 - Ganhos ou perdas obtidos durante o exercício

### COBERTURA

- 17 - Descrição de cada tipo de cobertura
- 18 - Método de contabilização
- 19 - Descrição dos instrumentos financeiros designados como instrumentos de cobertura
- 20 - Justos valores dos instrumentos de cobertura à data de relato
- 21 - Natureza dos riscos cobertos

#### Cobertura de fluxos de tesouraria

- 22 - Períodos em que se espera que os fluxos de caixa ocorram
- 23 - Período em que se espera que as operações venham a afectar os resultados
- 24 - Descrição das transacções previstas relativamente às quais tenha sido previamente usada a contabilidade de cobertura, mas que já não se espera que ocorram
- 25 - Quantia escriturada no capital próprio durante o período/ganhos perdas incorridos no exercício
- 26 - Quantia que foi removida do capital próprio e incluída nos resultados do período
- 27 - Quantia que foi removida do capital próprio durante o período e incluída nos custos iniciais ou outra quantia escriturada de um activo não financeiro ou de um passivo não financeiro, cuja aquisição ou ocorrência seja uma transacção coberta prevista e altamente provável
- 28 - A ineficácia reconhecida nos resultados decorrente das coberturas de fluxos de caixa

#### Cobertura de justo valor

- 29 - Os ganhos ou perdas de coberturas pelo justo valor sobre o instrumento de cobertura;
- 30 - Os ganhos ou perdas de coberturas pelo justo valor sobre o item coberto, atribuível ao risco coberto;

#### Cobertura de investimentos líquidos em entidades estrangeiras

- 31 - Quantia escriturada no capital próprio durante o período atribuível ao instrumento de cobertura
- 32 - Quantia escriturada no capital próprio durante o período atribuível à posição coberta
- 33 - Quantia que foi removida do capital próprio e incluída nos resultados do período
- 34 - A ineficácia reconhecida nos resultados decorrente das coberturas de investimentos líquidos em entidades estrangeiras



## **JUSTO VALOR**

- 35 - Justo valor
- 36 - Métodos e técnicas adoptadas na determinação do justo valor
- 37 - Pressupostos aplicados na determinação dos justos valores
- 38 - Média do justo valor durante o ano

### APÊNDICE III – ESTUDO DA DIVULGAÇÃO DE INFORMAÇÃO SOBRE INSTRUMENTOS DERIVADOS NAS EMPRESAS COTADAS EM BOLSA - COMPOSIÇÃO DA AMOSTRA

Apresenta-se, no quadro seguinte, a lista de empresas que compõe a amostra.

**Quadro A. III.6 – Composição da Amostra**

Nome da Empresa	Exercício								Total	Todos os exercícios
	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009			
Altri, SGPS	0	0	1	1	1	1	1	5		
Banco Popular Espanhol	0	0	0	1	1	1	1	4		
Banco Santander	1	1	1	1	1	1	1	7	1	
Banif, SGPS	1	1	1	1	1	1	1	7		1
Banco Comercial Português	1	1	1	1	1	1	1	7		1
Banco Espírito Santo	1	1	1	1	1	1	1	7		1
Banco BPI	1	1	1	1	1	1	1	7		1
Brisa	1	1	1	1	1	1	1	7		1
Celulose do Caima	1	0	0	0	0	0	0	1		
Cimpor, SGPS	1	1	1	1	1	1	1	7		1
CIN	1	1	1	0	0	0	0	3		
Cires	1	1	1	1	1	1	0	6		
Cofaco	1	0	0	0	0	0	0	1		
Cofina, SGPS	1	1	1	1	1	1	1	7		1
Compta	1	1	1	1	1	1	1	7		1
Conduril	1	0	0	0	0	0	0	1		
Corticeira Amorim	1	1	1	1	1	1	1	7		1
EDP	1	1	1	1	1	1	1	7		1
EDP Renováveis	0	0	0	0	0	1	1	2		
Efacec	1	1	1	0	0	0	0	3		
Espírito Santo Financial Group	1	1	1	1	1	1	1	7		1
Estoril Sol	1	1	1	1	1	1	1	7		1
Europac	1	0	0	0	1	0	0	2		
F. Ramada	0	0	0	0	0	1	1	2		
Futebol Clube do Porto	1	1	1	1	1	1	1	7		1
Finibanco	1	1	1	1	1	1	1	7		1
Fisipe	1	1	1	1	1	1	1	7		1
Galp Energia	0	0	0	1	1	1	1	4		
Gescartão	1	1	1	0	0	0	0	3		
Glintt	0	0	0	0	0	1	1	2		
Grão Pará	1	1	1	1	1	1	1	7		1
Ibersol, SGPS	1	1	1	1	1	1	1	7		1
Impresa, SGPS	1	1	1	1	1	1	1	7		1
Inapa	1	1	1	1	1	1	1	7		1
Jerónimo Martins, SGPS	1	1	1	1	1	1	1	7		1
Lisgráfica	0	0	1	1	1	1	1	5		
Lithoformas	1	0	0	0	0	0	0	1		
Martifir	0	0	0	0	1	1	1	3		
Media Capital	0	1	1	1	1	1	1	6		
Modelo Continente	1	1	1	0	0	0	0	3		
Mota Engil	1	1	1	1	1	1	1	7		1
Novabase, SGPS	1	1	1	1	1	1	1	7		1
Orey Antunes	1	1	1	1	1	1	1	7		1
Portugal Telecom	1	1	1	1	1	1	1	7		1

		Exercícios								Todos os exercícios
		2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	Total	
Nome da Empresa	Papapelaria Fernandes	1	1	1	1	1	1	1	7	1
	Pararede	1	1	1	1	1	0	0	5	
	Portucel	1	1	1	1	1	1	1	7	1
	Reditus, SGPS	1	1	1	1	1	1	1	7	1
	REN	0	0	0	0	1	1	1	3	
	Sacyr Vallehermoso	0	1	1	1	1	1	1	6	
	Sag Gest	1	1	1	1	1	1	1	7	1
	Semapa	1	1	1	1	1	1	1	7	1
	Sport Lisboa e Benfica	0	0	0	0	1	1	1	3	
	Soares da Costa	1	1	1	1	1	1	1	7	1
	Somague	1	0	0	0	0	0	0	1	
	Sonae Capital	0	0	0	0	0	1	1	2	
	Sonae Indústria, SGPS	1	1	1	1	1	1	1	7	1
	Sonae, SGPS	1	1	1	1	1	1	1	7	1
	SonaeCom, SGPS	1	1	1	1	1	1	1	7	1
	Sumol Compal	1	1	1	1	1	1	1	7	1
	T eixeira Duarte	1	1	1	1	1	1	1	7	1
	Tertir	1	1	1	1	0	0	0	4	
	Totta & Açores	1	0	0	0	0	0	0	1	
	Toyota Caetano	1	1	1	1	1	1	1	7	1
	VAA – Vista Alegre	1	1	1	1	1	1	1	7	1
	Zon Multimédia	1	1	1	1	1	1	1	7	1
Totais		53	48	50	48	51	53	52	355	39

## APÊNDICE IV – ESTUDO DA DIVULGAÇÃO DE INFORMAÇÃO SOBRE INSTRUMENTOS DERIVADOS NAS EMPRESAS COTADAS EM BOLSA – 2ª FASE DE INVESTIGAÇÃO - ESTUDO DE MULTICOLINEARIDADE

A intensidade de multicolinearidade é analisada através da correlação entre as variáveis independentes e da tolerância e VIF (Pestana e Gageiro, 2008). A tolerância mede o grau em que uma determinada variável é explicada por todas as outras variáveis independentes. Varia entre 0 e 1, e quanto mais próxima estiver de zero, maior será a multicolinearidade. O valor VIF é o inverso da tolerância e, por isso, quanto mais próximo estiver de zero, menor será a multicolinearidade (Pestana e Gageiro, 2008).

### a) Considerando a totalidade das empresas

Tendo em consideração a amostra constituída pela totalidade das empresas, apresentam-se, no quadro A.IV.7, os valores de tolerância e de VIF para cada uma das variáveis independentes:

**Quadro –A.IV.7 – VIF e Tolerância**

	VIF	Tolerância
ID <sub>IASB</sub>	3,310	0,302
TAM	3,490	0,287
CONC	1,610	0,622
AdmFisc	1,380	0,726
ROA	1,360	0,735
END	1,320	0,756
DI	1,340	0,749
I&D	1,260	0,796
Big4	1,590	0,628
AumCap	1,150	0,866
SIBA	1,410	0,712
FinNFin	2,310	0,432
MBValue	1,250	0,798
PSI20	1,760	0,568
Pós2004	1,740	0,574
Pós2006	1,610	0,621

De acordo com Pestana e Gageiro (2008), considera-se, normalmente, que o limite de tolerância abaixo do qual existe multicolinearidade é de 0,1 e que o valor VIF acima do qual existe multicolinearidade é de 10. Assim, conforme se verifica, pela análise do quadro, o

valor mais baixo de tolerância é de 0,287 e o valor VIF mais elevado é de 3,480 (ambos para a variável TAM), o que nos permite concluir pela ausência de multicolinearidade entre as variáveis independentes.

Apresenta-se, no quadro A.IV.8 a matriz de correlações entre as variáveis. Verifica-se a existência de algumas correlações entre determinadas variáveis independentes. Todavia, os coeficientes de correlação são todos inferiores a 0,5 e, por isso, de acordo com Pestana e Gageiro (2008)<sup>99</sup>, pode concluir-se pela ausência de multicolinearidade.

---

Segundo Pestana e Gageiro (2008), os valores do coeficiente de correlação superiores a 0,9 (em valor absoluto) indicam a existência de multicolinearidade.

Quadro – A.IV.8 – Matriz de correlações

ID <sub>IASB</sub>	ID <sub>IASB</sub>	TAM	CONC	ADM/FISC	ROA	END	DI	I&D	Big4	AumCap	SIBA	FinNFin	MBValue	PSI 20	Pós2004	Pós2006	Exercício
	1,000																
TAM	0,672	1,000															
	0,000																
CONC	-0,155	-0,233	1,000														
	0,005	0,000															
ADM/FISC	-0,224	-0,205	-0,299	1,000													
	0,000	0,000	0,000														
ROA	0,238	0,353	-0,035	-0,142	1,000												
	0,000	0,000	0,526	0,010													
END	0,142	0,208	-0,096	-0,004	0,125	1,000											
	0,009	0,000	0,081	0,938	0,022												
DI	0,074	0,135	-0,112	-0,134	0,071	0,057	1,000										
	0,185	0,015	0,045	0,016	0,203	0,310											
I&D	0,105	-0,037	-0,067	-0,018	0,162	-0,180	-0,061	1,000									
	0,056	0,499	0,222	0,745	0,003	0,001	0,273										
Big4	0,554	0,442	-0,061	-0,115	0,261	0,013	0,010	0,029	1,000								
	0,000	0,000	0,269	0,037	0,000	0,808	0,853	0,594									
AumCap	-0,016	0,033	-0,144	0,011	-0,030	0,107	-0,051	-0,009	-0,092	1,000							
	0,778	0,550	0,009	0,837	0,585	0,051	0,359	0,877	0,094								
SIBA	0,308	0,345	-0,356	-0,039	0,110	0,042	0,141	0,079	0,207	0,182	1,000						
	0,000	0,000	0,000	0,477	0,043	0,440	0,011	0,148	0,000	0,001							
FinNFin	0,339	0,574	-0,091	-0,149	0,020	0,340	0,166	-0,340	0,224	0,174	0,185	1,000					
	0,000	0,000	0,098	0,007	0,718	0,000	0,003	0,000	0,000	0,001	0,001						
MBValue	-0,093	-0,231	-0,059	-0,018	0,026	0,041	0,205	-0,080	-0,122	-0,034	-0,042	-0,035	1,000				
	0,090	0,000	0,284	0,752	0,635	0,461	0,000	0,147	0,026	0,540	0,442	0,529					
PSI 20	0,397	0,390	-0,290	-0,202	0,232	-0,062	0,106	0,135	0,283	-0,041	0,322	-0,071	-0,051	1,000			
	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,260	0,057	0,013	0,000	0,450	0,000	0,196	0,355				
Pós 2004	0,333	0,032	0,027	-0,028	-0,005	-0,019	-0,322	0,064	0,166	-0,052	-0,075	-0,046	-0,121	-0,055	1,000		
	0,000	0,559	0,629	0,614	0,927	0,733	0,000	0,243	0,002	0,340	0,169	0,401	0,028	0,314			
Pós 2006	0,326	0,011	0,072	-0,027	-0,081	-0,080	-0,244	0,047	0,127	-0,046	-0,100	-0,069	-0,068	-0,070	0,538	1,000	
	0,000	0,844	0,191	0,633	0,140	0,142	0,000	0,387	0,020	0,405	0,067	0,211	0,214	0,199	0,000		
Exercício	0,382	0,035	0,055	-0,017	-0,070	-0,028	-0,289	-0,008	0,185	-0,050	-0,095	-0,061	-0,091	-0,065	0,786	0,866	1,000
	0,000	0,529	0,315	0,765	0,200	0,607	0,000	0,887	0,001	0,366	0,084	0,265	0,099	0,239	0,000	0,000	

**b) Considerando apenas as empresas divulgadoras**

Tendo em consideração a amostra constituída apenas pelas empresas divulgadoras, apresentam-se, no quadro A.IV.9, os valores de tolerância e de VIF para cada uma das variáveis independentes:

**Quadro –A.IV.9 – VIF e Tolerância**

	VIF	Tolerância
<b>ID</b>	2,790	0,359
<b>TAM</b>	4,040	0,248
<b>CONC</b>	1,820	0,550
<b>AdmFisc</b>	1,570	0,639
<b>ROA</b>	2,250	0,444
<b>END</b>	3,570	0,280
<b>DI</b>	1,370	0,730
<b>I&amp;D</b>	1,410	0,710
<b>Big4</b>	1,370	0,729
<b>AumCap</b>	1,210	0,830
<b>SIBA</b>	1,380	0,724
<b>FinNFin</b>	3,610	0,277
<b>MBValue</b>	3,220	0,310
<b>PSI20</b>	1,660	0,604
<b>Pós2004</b>	2,920	0,343
<b>Pós2006</b>	5,120	0,195

Conforme se verifica, pela análise do quadro, o valor mais baixo de tolerância é de 0,195 e o valor VIF mais elevado é de 5,120 (ambos para a variável Pós 2006), o que nos permite concluir pela ausência de multicolinearidade entre as variáveis independentes.

Apresenta-se, no A.IV.10 a matriz de correlações entre as variáveis. Verifica-se a existência de algumas correlações entre determinadas variáveis independentes. Todavia, os coeficientes de correlação são todos inferiores a 0,5 e, por isso, de acordo com Pestana e Gageiro (2008), pode concluir-se pela ausência de multicolinearidade.

Quadro – A.IV.10– Matriz de correlações

ID <sub>FASB</sub>	ID <sub>FASB</sub>	TAM	CONC	ADM/FISC	ROA	END	DI	I&D	Big4	AumCap	SIBA	FinNFin	MBValue	PSI 20	Pós2004	Pós2006	Ano
	1,000																
TAM	0,640	1,000															
	0,000																
CONC	-0,200	-0,337	1,000														
	0,001	0,000															
ADM/FISC	-0,207	-0,207	-0,348	1,000													
	0,001	0,001	0,000														
ROA	0,114	0,285	0,008	-0,143	1,000												
	0,065	0,000	0,899	0,021													
END	0,251	0,372	-0,106	0,012	0,016	1,000											
	0,000	0,000	0,088	0,842	0,797												
DI	0,180	0,274	-0,167	-0,187	0,014	-0,024	1,000										
	0,004	0,000	0,008	0,003	0,824	0,707											
I&D	0,073	-0,106	-0,009	-0,059	0,207	-0,325	-0,052	1,000									
	0,240	0,086	0,889	0,339	0,001	0,000	0,409										
Big4	0,397	0,363	-0,123	-0,065	0,313	0,068	0,032	-0,036	1,000								
	0,000	0,000	0,048	0,291	0,000	0,271	0,615	0,563									
AumCap	0,029	0,103	-0,171	0,045	-0,031	0,170	0,006	-0,071	-0,099	1,000							
	0,640	0,094	0,005	0,471	0,617	0,006	0,925	0,251	0,109								
SIBA	0,309	0,392	-0,336	-0,057	0,098	0,056	0,261	0,008	0,169	0,179	1,000						
	0,000	0,000	0,000	0,359	0,111	0,363	0,000	0,900	0,006	0,004							
FinNFin	0,327	0,621	-0,126	-0,164	-0,048	0,556	0,197	-0,402	0,179	0,260	0,213	1,000					
	0,000	0,000	0,042	0,008	0,441	0,000	0,002	0,000	0,004	0,000	0,001						
MBValue	0,011	0,095	-0,094	0,048	0,510	0,470	-0,102	0,052	0,112	0,007	-0,012	-0,108	1,000				
	0,862	0,126	0,129	0,440	0,000	0,000	0,105	0,402	0,070	0,905	0,842	0,079					
PSI 20	0,296	0,334	-0,256	-0,204	0,202	-0,110	0,191	0,122	0,209	-0,084	0,278	-0,114	0,120	1,000			
	0,000	0,000	0,000	0,001	0,001	0,075	0,002	0,048	0,001	0,174	0,000	0,064	0,052				
Pós 2004	0,242	-0,098	0,036	0,023	-0,065	-0,021	-0,312	0,085	0,113	-0,043	-0,093	-0,098	-0,003	-0,140	1,000		
	0,000	0,113	0,557	0,709	0,296	0,740	0,000	0,171	0,067	0,487	0,130	0,112	0,966	0,023			
Pós 2006	0,299	-0,039	0,031	-0,016	-0,141	0,049	-0,228	0,070	0,059	0,002	-0,091	-0,057	-0,040	-0,113	0,508	1,000	
	0,000	0,530	0,615	0,802	0,022	0,428	0,000	0,258	0,338	0,977	0,139	0,358	0,521	0,068	0,000		
Ano	0,316	-0,065	0,040	0,032	-0,155	0,050	-0,282	0,011	0,102	-0,015	-0,114	-0,080	-0,008	-0,142	0,744	0,866	1,000
	0,000	0,294	0,519	0,608	0,012	0,421	0,000	0,865	0,098	0,809	0,065	0,198	0,897	0,021	0,000	0,000	



## **APÊNDICE V – ESTUDO DA DIVULGAÇÃO DE INFORMAÇÃO SOBRE INSTRUMENTOS DERIVADOS NAS EMPRESAS FINANCEIRAS - COMPOSIÇÃO DA AMOSTRA**

---

Apresenta-se, de seguida, a lista de empresas que compõe a amostra no estudo da informação divulgada pelas empresas financeiras.

### **BANCOS**

#### **GRANDES BANCOS**

Caixa Geral De Depósitos  
Banco Comercial Português  
Banco Espírito Santo  
Santander Totta  
Banco BPI

#### **MÉDIOS E PEQUENOS BANCOS**

Caixa Económica Montepio Geral  
Banif  
Caixa Central Crédito Agrícola Mútuo  
Banco Popular Portugal  
Banco Português De Negócios  
Banco Bilbao Vizcaya Argentaria (Portugal)  
Banco Itaú Europa  
Deutsche Bank (Portugal)  
Finibanco - Holding  
Banco Finantia  
Banco Santander Consumer Portugal  
Banco de Investimento Global  
Banco Invest  
Banco Credibom  
Banco BAI Europa  
Credifin  
Banco Primus  
BNP Paribas Factor  
Banco BIC Português  
Unicre  
Mercedes Benz Financial Services Portugal  
Oney  
RCI Gest  
Fortis Lease  
Banco Português de Gestão  
Banco L. J. Carregosa  
Banco Rural Europa  
Orey Financial  
Sofid

## SEGURADORAS

### RAMO VIDA

Ocidental  
BES Vida  
Santander Totta Seguros  
Axa Portugal  
T-Vida  
Crédito Agrícola Vida  
Eurovida  
Groupama  
Lusitânia Vida  
Zurich  
Victoria  
Global Vida  
Generalli Vida  
Finibanco Vida

### RAMO NÃO VIDA

Fidelidade - Mundial  
Império Bonança  
Axa Portugal  
Tranquilidade  
Zurich  
Ocidental  
Açoreana  
Multicare  
Liberty Seguros  
Global  
Médis  
Mapfre  
Victoria  
Cares  
Via Directa  
Sagres  
Europ Assistance  
Cosec  
Groupama Seguros  
Seguro Directo Gere  
Seguros Logo  
N Seguros  
American Life Insurance Company  
Mútua dos pescadores  
Popular Seguros

## APÊNDICE VI – ESTUDO DA DIVULGAÇÃO DE INFORMAÇÃO SOBRE INSTRUMENTOS DERIVADOS NAS EMPRESAS FINANCEIRAS - 1ª FASE DE INVESTIGAÇÃO - TESTES À NORMALIDADE DE DISTRIBUIÇÃO DAS VARIÁVEIS INDEPENDENTES

Apresentam-se, no quadro seguinte, os resultados dos testes à normalidade de distribuição das variáveis independentes

**Quadro A. VI.11 – Testes à normalidade de distribuição das variáveis**

		Kolmogorov-Smirnov			Shapiro-Wilk		
		Estatística	df	Sig.	Estatística	df	Sig.
Banca/Seguros	Seguradoras	0,091	39	0,2	0,955	39	0,117
	Bancos	0,162	34	0,025	0,909	34	0,008
Conc	Não	0,097	40	0,2	0,948	40	0,066
	Sim	0,119	33	0,2	0,93	33	0,035
Big 4	Não	0,27	10	0,037	0,735	10	0,002
	Sim	0,084	63	0,2	0,961	63	0,044
AumCap	Não	0,11	54	0,152	0,941	54	0,01
	Sim	0,16	19	0,2	0,941	19	0,275
SIBA	Não	0,112	66	0,04	0,942	66	0,004
	Sim	0,235	6	0,2	0,92	6	0,507
Ramo Vida	Não	0,177	25	0,042	0,881	25	0,007
	Sim	0,135	14	0,2	0,975	14	0,937
TAM	Tamanho	0,102	73	0,058	0,968	73	0,06
ROA	Rentabilidade do Activo	0,33	73	0	0,505	73	0
END	Passivo/Capital próprio x 100	0,182	73	0	0,861	73	0

Nota: o teste de normalidade da variável Ramo Vida/Não Vida foi aplicado à amostra constituída apenas pelas empresas seguradoras.

## APÊNDICE VII – ESTUDO DA DIVULGAÇÃO DE INFORMAÇÃO SOBRE INSTRUMENTOS DERIVADOS NAS EMPRESAS FINANCEIRAS – 1ª FASE DE INVESTIGAÇÃO – ANÁLISE DE MULTICOLINEARIDADE

### a) Para a amostra constituída pela totalidade das empresas

Considerando a amostra constituída pela totalidade das empresas, apresenta-se, no quadro A.VII.12 a matriz de correlações entre as variáveis. Conforme se verifica, as variáveis Sector, TAM, ROA, END2, Big4 e SIBA, apresentam uma correlação estatisticamente significativa com a variável dependente ID<sub>IASB</sub>.

No quadro verifica-se a existência de algumas correlações entre determinadas variáveis. Todavia, os coeficientes de correlação são todos inferiores a 0,6 e, por isso, de acordo com Pestana e Gageiro (2008), pode concluir-se pela ausência de multicolinearidade.

QuadroA.VII.12– Matriz de correlações

	ID <sub>IASB</sub>	Sector	CONC	TAM	ROA	END	Big 4	AumCap	SIBA
ID <sub>IASB</sub>	1,000								
Sector	0,316 0,004	1,000							
CONC	-0,144 0,118	-0,171 0,079	1,000						
TAM	0,781 0,000	0,364 0,001	-0,021 0,431	1,000					
ROA	0,277 0,011	0,123 0,158	-0,187 0,062	0,248 0,020	1,000				
END	0,360 0,001	0,086 0,242	-0,127 0,149	0,494 0,000	0,205 0,045	1,000			
Big 4	0,360 0,001	0,054 0,329	0,054 0,329	0,375 0,001	0,525 0,000	0,258 0,016	1,000	1,000	
AumCap	0,064 0,302	0,326 0,003	-0,006 0,481	0,292 0,007	-0,003 0,490	0,322 0,003	0,112 0,180	1,000	
SIBA	0,231 0,028	0,342 0,002	-0,175 0,075	0,318 0,004	0,057 0,320	0,188 0,061	-0,049 0,345	0,051 0,339	1,000

Apresentam-se, no quadro A.VII.13, os valores de tolerância e de VIF para cada uma das variáveis independentes:

**Quadro A.VII.13– Estatísticas de multicolinearidade**

	Tolerância	VIF
TAM	0,556	1,800
Sector	0,696	1,438
Big 4	0,612	1,633
CONC	0,877	1,140
ROA	0,662	1,510
END	0,662	1,510
SIBA	0,783	1,276
AumCap	0,772	1,296

O valor mais baixo de tolerância é de 0,556 e o valor VIF mais elevado é de 1,800 (ambos para a variável TAM), o que nos permite concluir pela ausência de multicolinearidade entre as variáveis independentes.

**b) Para a amostra constituída apenas pelas empresas divulgadoras**

Tendo em consideração a amostra constituída apenas pelas empresas divulgadoras, apresenta-se, no quadro A.VII.14 a matriz de correlações entre as variáveis. Conforme se verifica, as variáveis independentes Sector, TAM, END2, Big 4 e SIBA apresentam uma correlação estatisticamente significativa com a variável dependente ID<sub>IASB</sub>.

**Quadro A.VII.14– Matriz de correlações**

	ID <sub>IASB</sub>	TAM	CONC	ROA	END	Big 4	AumCap	SIBA	Sector
ID <sub>IASB</sub>	1,000								
TAM	0,727	1,000							
	0,000								
CONC	-0,097	0,050	1,000						
	0,236	0,356							
ROA	0,150	0,100	-0,107	1,000					
	0,133	0,231	0,214						
END	0,348	0,466	-0,113	0,213	1,000				
	0,004	0,000	0,201	0,056					
Big 4	0,284	0,282	-0,044	0,587	0,251	1,000			
	0,016	0,017	0,373	0,000	0,030				
AumCap	0,084	0,299	0,055	-0,126	0,305	0,008	1,000		
	0,267	0,012	0,342	0,175	0,011	0,476			
SIBA	0,333	0,385	-0,139	0,035	0,198	0,085	0,096	1,000	
	0,006	0,002	0,152	0,399	0,070	0,264	0,238		
Sector	0,560	0,458	-0,139	0,064	0,065	0,114	0,333	0,339	1,000
	0,000	0,000	0,151	0,318	0,316	0,200	0,006	0,005	

No quadro A.VII.14 verifica-se a existência de algumas correlações entre determinadas variáveis. Todavia, os coeficientes de correlação são todos inferiores a 0,5 e, por isso, pode concluir-se pela ausência de multicolinearidade.

Apresentam-se, no quadro A.VII.15, os valores de tolerância e de VIF para cada uma das variáveis independentes:

**Quadro A.VII.15 – Estatísticas de multicolinearidade**

	Tolerância	VIF
TAM	0,516	1,936
Sector	0,627	1,595
Big 4	0,603	1,659
CONC	0,893	1,120
ROA	0,608	1,643
END	0,631	1,585
SIBA	0,795	1,258
AumCap	0,745	1,342

Verifica-se, pela análise do quadro, que o valor mais baixo de tolerância é de 0,516 e o valor VIF mais elevado é de 1,936 (ambos para a variável TAM), o que nos permite concluir pela ausência de multicolinearidade entre as variáveis independentes.

## APÊNDICE VIII – ESTUDO DA DIVULGAÇÃO DE INFORMAÇÃO SOBRE INSTRUMENTOS DERIVADOS NAS EMPRESAS FINANCEIRAS - 2ª FASE DE INVESTIGAÇÃO - TESTES À NORMALIDADE DE DISTRIBUIÇÃO DAS VARIÁVEIS INDEPENDENTES

Apresentam-se, nos quadros seguintes, os resultados dos testes à normalidade de distribuição das variáveis independentes

**Quadro A. VIII.16 - Testes à Normalidade das variáveis independentes nominais**

		Kolmogorov-Smirnov			Shapiro-Wilk		
		Estatística	df	Sig.	Estatística	df	Sig.
Conc	Não	0,147	22	0,200	0,913	22	0,055
	Sim	0,166	12	0,200	0,924	12	0,317
Big 4	Não	0,260	4	.	0,827	4	0,161
	Sim	0,136	30	0,167	0,929	30	0,046
AumCap	Não	0,127	21	0,200	0,923	21	0,098
	Sim	0,186	13	0,200	0,892	13	0,104
SIBA	Não	0,136	28	0,198	0,917	28	0,029
	Sim	0,241	6	0,200	0,923	6	0,527

**QuadroA.VIII.17 - Testes à Normalidade das variáveis independentes quantitativas**

	Kolmogorov-Smirnov			Shapiro-Wilk		
	Estatística	df	Sig.	Estatística	df	Sig.
TAM	0,1	34	0,2	0,973	34	0,542
ROA	0,203	34	0,001	0,874	34	0,001
END	0,187	34	0,004	0,818	34	0

## APÊNDICE IX – ESTUDO DA DIVULGAÇÃO DE INFORMAÇÃO SOBRE INSTRUMENTOS DERIVADOS NAS EMPRESAS FINANCEIRAS – 2ª FASE DE INVESTIGAÇÃO – ANÁLISE DE MULTICOLINEARIDADE

A fim de testar a existência de multicolinearidade entre as variáveis independentes, foram calculados os valores de tolerância e VIF e elaborada a matriz de correlações entre as variáveis.

### a) Para a amostra constituída pela totalidade das empresas

Tendo em consideração a amostra constituída pela totalidade das empresas, apresenta-se, no quadro A.IX.18 a matriz de correlações entre as variáveis. As variáveis TAM, END, Big4 e SIBA, apresentam uma correlação estatisticamente significativa com a variável dependente ID<sub>Basileia</sub>.

No quadro verifica-se a existência de algumas correlações entre determinadas variáveis. Todavia, os coeficientes de correlação são todos inferiores a 0,5 e, por isso, de acordo com Pestana e Gageiro (2008)<sup>100</sup>, pode concluir-se pela ausência de multicolinearidade.

Quadro A.IX.18 – Matriz de correlações

	ID_Basileia	TAM	CONC	END	Big 4	AumCap	SIBA	ROA
ID_Basileia	1,000							
LogActivo	0,761	1,000						
CONC 2	-0,103	0,053	1,000					
END	0,327	0,351	-0,068	1,000				
Big 4	0,401	0,423	0,274	0,170	1,000			
AumCap	-0,102	0,227	0,119	0,336	0,293	1,000		
SIBA	0,371	0,344	-0,179	0,257	-0,061	-0,041	1,000	
ROA	0,033	0,038	-0,280	0,155	0,162	0,018	0,038	1,000

Apresentam-se, no quadro A.IX.19, os valores de tolerância e de VIF para cada uma das variáveis independentes:

Segundo Pestana e Gageiro (2008), os valores do coeficiente de correlação superiores a 0,9 (em valor absoluto) indicam a existência de multicolinearidade.



**Quadro A.IX.19– Estatísticas de multicolinearidade**

	Tolerância	VIF
TAM	0,639	1,564
Big 4	0,657	1,521
CONC	0,792	1,262
ROA	0,842	1,188
END	0,754	1,325
SIBA	0,779	1,284
AumCap	0,809	1,237

Conforme se verifica, pela análise do quadro, o valor mais baixo de tolerância é de 0,639 e o valor VIF mais elevado é de 1,564 (ambos para a variável TAM), o que nos permite concluir pela ausência de multicolinearidade entre as variáveis independentes.

**b) Para a amostra constituída apenas pelas empresas divulgadoras**

Considerando a amostra constituída pelas empresas divulgadoras, apresenta-se, no quadro A.IX.20 a matriz de correlações entre as variáveis. Conforme se verifica, as variáveis independentes TAM e SIBA apresentam uma correlação estatisticamente significativa com a variável dependente ID<sub>Basileia</sub>. Verifica-se, também, a existência de algumas correlações entre determinadas variáveis independentes. Todavia, os coeficientes de correlação são todos inferiores a 0,9 e, por isso, pode concluir-se pela ausência de multicolinearidade.

**Quadro A.IX.20– Matriz de correlações**

	ID_Basileia	TAM	CONC	END	Big 4	AumCap	SIBA	ROA
ID_Basileia	1,000							
TAM	0,712	1,000						
CONC	-0,009	0,221	1,000					
END	0,329	0,323	-0,052	1,000				
Big 4	0,236	0,331	0,153	0,120	1,000			
AumCap	-0,195	0,205	0,175	0,286	0,181	1,000		
SIBA	0,373	0,353	-0,167	0,257	0,102	-0,040	1,000	
ROA	-0,193	-0,357	-0,264	0,132	-0,124	-0,074	0,057	1,000

Apresentam-se, no quadro A.IX.21, os valores de tolerância e de VIF para cada uma das variáveis independentes:

**Quadro A.IX.21 – Estatísticas de multicolinearidade**

	Tolerância	VIF
TAM	0,575	1,740
Big 4	0,872	1,147
CONC	0,839	1,192
ROA	0,765	1,307
END	0,752	1,330
SIBA	0,771	1,297
AumCap	0,851	1,176

Verifica-se, pela análise do quadro, que o valor mais baixo de tolerância é de 0,575 e o valor VIF mais elevado é de 1,740 (ambos para a variável TAM), o que nos permite concluir pela ausência de multicolinearidade entre as variáveis independentes.

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS



- ADEDEJI, A., BAKER, R. (2002). Why firms in the UK use interest rate derivatives. *Managerial Finance*, 28 (11), 53-74;
- AGGARWAL, R., SIMKINS, B. J. (2004). Evidence on Voluntary Disclosures of Derivatives Usage by Large US Companies. *Journal of Derivatives Accounting*, 1 (1), 61-81;
- AHMED, A. S., KILIC, E., LOBO, G. J. (2006). Does Recognition versus Disclosure Matter? Evidence from Value Relevance of Banks' Recognized and Disclosed Derivative Financial Instruments. *The Accounting Review*, 81 (3), 567-588;
- AHMED, K., COURTIS, J. K. (1999). Associations between corporate characteristics and disclosure levels in annual reports: a meta-analysis. *British Accounting Review*, 31, 35-61;
- AKERLOF, G. A. (1970). The market for "lemons": quality uncertainty and the market mechanism. *The Quarterly Journal of Economics*, 84 (3), 488-500;
- ALCARRIA JAIME, J. (1996). Instrumentos Derivados: Un análisis de la información presentada por la empresa española. *Partida Doble*, 68, 5-13;
- ALCARRIA JAIME, J. (1998). *Problemática contable de los instrumentos derivados*. Madrid, Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas;
- ALVAREZ GÓMEZ, M., RODRÍGUEZ PÉREZ, G. (2010). Revelación de información, reputación y coste de capital: evidencias del mercado continuo español. XIV *Encuentro AECA (Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas): "Innovación y Responsabilidad Desafíos y Soluciones"*, Coimbra, 23 a 24 de Setembro;
- ALVES, C. A. M., CHEROBIM, A. P. M. S. (2009). Análise do nível de divulgação do risco operacional segundo recomendações do Comité de Basileia: estudo em bancos do país e exterior. *Revista de Administração MacKenzie*, 10 (2), 57-86;
- ALVES, P. A. P. (2000). Tratamento contabilístico das operações de cobertura: necessidades e alternativas. *Jornal de Contabilidade da APOTEC*, Outubro, 1-10;
- AMEER, R. (2009). Value-relevance of foreign-exchange and interest-rate derivatives disclosure. The case of Malaysian firms. *The Journal of Risk Finance*, 10 (1), 78-90;
- ASHFORTH, B. E., GIBBS, B. W. (1990). The double-edge of organizational legitimation. *Organization Science*, 1 (2), 177-194;
- ASHRAF, D., ALTUNBAS, Y., GODDARD, J. (2007). Who transfers credit risk? Determinants of the use of credit derivatives by large US banks. *The European Journal of Finance*, 13 (5), 483-500;
- AURONEN, L. (2003). Asymmetric information: theory and applications. *Seminar in Strategy and International Business*, Helsinki University of Technology;
- AVGOULEAS, E. (2009). The global financial crisis and the disclosure paradigm in European financial regulation: the case for reform. *European Company and Financial Law Review*, 6 (4), 440-475;
- Aviso n.º 15652/2009, de 7 de Setembro – Sistema de Normalização Contabilística – Estrutura Conceptual;
- Aviso n.º 15653/2009, de 7 de Setembro - Sistema de Normalização Contabilística – Normas Interpretativas;
- Aviso n.º 15654/2009, de 7 de Setembro - Sistema de Normalização Contabilística – Norma Contabilística e de Relato Financeiro para Pequenas Entidades;
- Aviso n.º 15655/2009, de 7 de Setembro - Sistema de Normalização Contabilística – Normas Contabilísticas e de Relato Financeiro;
- AYALA CALVO, J. C., LASSALA NAVARRÉ, C., RODRÍGUEZ OSÉS, J. E. (2005). Estudio empírico de las variables influyentes en la utilización de instrumentos financieros derivados por

- parte de los fondos de inversión garantizados españoles. *Investigaciones Europeas de Dirección y Economía de la Empresa*, 11 (1), 53-76;
- BAIMAN, S., VERRECCHIA, R. E. (1996). The relation among capital markets, financial disclosure, production efficiency and insider trading. *Journal of Accounting Research*, 34 (1), 1-22;
- BALL, R. J., SHIVAKUMAR, L. (2005). Earnings quality in UK private firms: comparative loss recognition timeliness. *Journal of Accounting and Economics*, 39, 83-128;
- BALL, R., BROWN, P. (1968). An empirical evaluation of accounting income numbers. *Journal of Accounting Research*, 6 (2), 159-178;
- BANCO DE PORTUGAL, BP (2005). *Aviso n.º 1/2005*;
- BANCO DE PORTUGAL, BP (2007). *Aviso n.º 10/2007*;
- BANCO DE PORTUGAL, BP (2010). *Estatísticas relativas a Portugal apuradas pelo Inquérito trienal à actividade nos mercados de câmbios e de produtos derivados – turnover em Abril de 2010*. Documento disponível em [www.bportugal.pt](http://www.bportugal.pt);
- BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS, BIS (1994). *A discussion paper on public disclosure of market and credit risks by financial intermediaries (Fisher Report)*, Setembro;
- BARAKO, D. G., HANCOCK, P., IZAN, H. Y. (2006). Factors influencing voluntary corporate disclosure by Kenyan companies. *Corporate Governance*, 14 (2), 107-125;
- BARRIO TELLADO, M. J. (2000). *Aspectos Contables de las Operaciones de Permuta Financiera y Comercial: Swaps y Barter*. Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas, Madrid;
- BARTRAM, S. M., BROWN, G. W., FEHLE, F. (2009). International Evidence on Financial Derivatives Usage. *Financial Management*, 38 (1), 185-206;
- BAR-YOSEF, S., LIVNAT, J. (1984). Auditor selection: an incentive-signalling approach. *Accounting and Business Research*, 14 (56), 301-309;
- BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION y TECHNICAL COMMITTEE OF THE INTERNATIONAL ORGANISATION OF SECURITIES COMMISSIONS, BCBS y IOSCO (1995 b). *Public disclosure of the trading and derivatives activities of banks and securities firms*, Novembro;
- BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION y TECHNICAL COMMITTEE OF THE INTERNATIONAL ORGANISATION OF SECURITIES COMMISSIONS, BCBS y IOSCO (1996). *Survey of disclosures about trading derivatives activities of banks and securities firms*, Novembro;
- BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION y TECHNICAL COMMITTEE OF THE INTERNATIONAL ORGANISATION OF SECURITIES COMMISSIONS, BCBS y IOSCO (1997). *Survey of disclosures about trading derivatives activities of banks and securities firms 1996*, Novembro;
- BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION y TECHNICAL COMMITTEE OF THE INTERNATIONAL ORGANISATION OF SECURITIES COMMISSIONS, BCBS y IOSCO (1998 b). *Trading and derivatives disclosures of banks and securities firms – results of the survey of 1997 disclosures*, Novembro;
- BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION y TECHNICAL COMMITTEE OF THE INTERNATIONAL ORGANISATION OF SECURITIES COMMISSIONS, BCBS y IOSCO (1999 b). *Trading and derivatives disclosures of banks and securities firms – results of the survey of public disclosures in 1998 annual reports*, Dezembro;
- BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION y TECHNICAL COMMITTEE OF THE INTERNATIONAL ORGANISATION OF SECURITIES COMMISSIONS, BCBS y IOSCO (1995 a). *Framework for supervisory information about the derivatives activities of banks and securities firms*, Maio;

- BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION y TECHNICAL COMMITTEE OF THE INTERNATIONAL ORGANISATION OF SECURITIES COMMISSIONS, BCBS y IOSCO (1998 a). *Framework for supervisory information about the derivatives and trading activities*, Setembro;
- BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION y TECHNICAL COMMITTEE OF THE INTERNATIONAL ORGANISATION OF SECURITIES COMMISSIONS, BCBS y IOSCO (1999 a). *Recommendations for public disclosure of trading and derivatives activities of banks and securities firms*, Outubro;
- BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION, BCBS (1998). *Enhancing bank transparency. Public disclosure and supervisory information that promote safety and soundness in banking systems (Krause Report)*, Setembro;
- BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION, BCBS (2001). *Public disclosures by banks: results of the 1999 disclosure survey*, Abril;
- BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION, BCBS (2002). *Public disclosures by banks: results of the 2000 disclosure survey*, Maio;
- BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION, BCBS (2003). *Public disclosures by banks: results of the 2001 disclosure survey*, Maio;
- BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION, BCBS (2010a). *The Basel Committee's response to the financial crisis (report to the G20)*, Outubro;
- BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION, BCBS (2010b). *Basel III: A global regulatory framework for more resilient banks and banking systems*, Dezembro;
- BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION, BCBS (2010c). *Basel III: International framework for liquidity risk measurement, standards and monitoring*, Dezembro;
- BEATTIE, V., McINNES, B., FEARNLEY, S. (2004). A methodology for analysing and evaluating narratives in annual reports: a comprehensive descriptive profile and metrics for disclosure quality attributes. *Accounting Forum*, 28, 205-236;
- BEAVER, W. (1968). The information content of annual earnings announcements. *Journal of Accounting Research*, 6 (3) Supplement, 67-92;
- BENEDITTO, E., SILVA, R. (2008). Análise do nível de transparência das instituições financeiras brasileiras em relação ao Acordo com o Novo Acordo de Capitais (Basileia II) – Um estudo de caso múltiplo. *Brazilian Business Review*, 5 (3), 192-208;
- BERKMAN, H., BRADBURY, M. (1996). Empirical Evidence on the Corporate Use of Derivatives. *Financial Management*, 25 (2), 5-13;
- BERKMAN, H., BRADBURY, M. E., HANCOCK, P., INNES, C. (2002). Derivative financial instrument use in Australia. *Accounting and Finance*, 42, 97-109;
- BHAMORNSIRI, S., SCHROEDER, R. G. (2004). The disclosure of Information on Derivatives Under SFAS 133 – Evidence from the Dow 30. *Managerial Auditing Journal*, 19 (5), 669-680;
- BISCHOF, J. (2009). The effects of IFRS 7 adoption on bank disclosure in Europe. *Accounting in Europe*, 6 (2), 167-194;
- BLOOM, R., FLUGLISTER, J. (1999). An overview of FASB Statement 133 – Accounting for derivative instruments and hedging activities. *CPA Journal*, Janeiro - Março, 23-28;
- BOLSA DE DERIVADOS DO PORTO, BDP (1999). *ABC da BDP*, Dezembro;
- BOLSA DE VALORES DE LISBOA E PORTO, BVLP (2001 a). *Bolsa portuguesa – o que é? Como funciona?*, Lisboa;
- BOLSA DE VALORES DE LISBOA E PORTO, BVLP (2001 b). BVLP e MEFF interligam-se para oferecer aos respectivos membros o acesso a uma ampla gama de produtos derivados. *Newsletter BVLP*, 4, Março;

- BOLSA DE VALORES DE LISBOA E PORTO, BVLP (2002). A integração entre a BVLP e a Euronext.. *Newsletter BVLP*, 14, Janeiro;
- BONACI, C. G., STROUHAL, J., MATIS, E. (2009). Reporting for derivatives: One of the financial crisis' roots? *Journal of International Finance and Economics*, 9 (1), 45-65;
- BORBA, J. A., RI MURCIA, F. D., ROVER, S., SOUZA, F. C. (2009). Paradigma atual da ciência contábil: percepção de docentes norte-americanas em relação à pesquisa em contabilidade. *Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade*, 3 (4), 65-86;
- BOROKHOVICH, K. A., BRUNARSKI, K. R., CRUTCHLEY, C. E., SIMKINS, B. J. (2004). Board composition and corporate use of interest rate derivatives. *The Journal of Financial Research*, XXVII (2), 199-216;
- BORRÁS PAMIES, F. (1998). *Contabilización de los derivados financieros*. Madrid, Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas;
- BOTOSAN, C. A. (1997). Disclosure level and the cost of equity capital. *The Accounting Review*, 72 (3), 323-349;
- BOTOSAN, C. A., PLUMLEE, M. A. (2002). A re-examination of disclosure level and the expected cost of equity capital. *Journal of Accounting Research*, 40 (1), 21-40;
- BRANCO, M. C., RODRIGUES, L. L. (2006). Communication of corporate social responsibility by Portuguese banks. *Corporate Communications: An International Journal*, 11 (3), 232-248;
- CAMPBELL, D., MOORE, G., SHRIVES, P. (2006). Cross-sectional effects in community disclosure. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 19 (1), 96-114;
- CAMPBELL, D., SHRIVES, P., BOHMBACH-SAAGER. H. (2001). Voluntary disclosure of mission statements in corporate annual reports: signaling what and to whom? *Business and Society Review*, 106 (1), 65-87;
- CARNEIRO, L. A., SHERRIS, M. (2008). Corporate Interest Rate Risk Management with Derivatives in Australia: Empirical Results. *Revista de Contabilidade & Finanças*, USP, São Paulo, 19 (46), 86-107;
- CARNEIRO, R. B. A. (2008). *Divulgação de informações sobre instrumentos financeiros e riscos bancários: uma análise comparativa*. Dissertação apresentada ao Departamento de Contabilidade e Atuária da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo como requisito para a obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis;
- CARPENTER, V. L., FERROZ, E. H. (2001). Institutional theory and accounting rule choice: an analysis of four US state governments' decisions to adopt generally accepted accounting principles. *Accounting, Organizations and Society*, 26, 565-596;
- CHALMERS, K. (2001). The progression from voluntary to mandatory derivative instrument disclosures – look who's talking. *Australian Accounting Review*, 11 (1), 34-44;
- CHALMERS, K., GODFREY, J. (2004). Reputation Costs: The Impetus for Voluntary Derivative Financial Instruments Reporting. *Accounting, Organizations and Society*, 29, 95-125;
- CHALMERS, K., GODFREY, J. M (2000). "Practice versus prescription in the disclosure and recognition of derivatives". *Australian Accounting Review*, 10 (2), 40-50;
- CHAMBERS, R. J. (1993). Positive accounting theory and the PA cult. *Abacus*, 29 (1), 1-26;
- CHAVENT, M., DING, Y., FU, L.; STOLOWY, H., WANG, H. (2005). *Disclosure and determinants studies: an extension using the divisive clustering method (DIV)*. Working-paper. University of Bordeaux. France;
- CHENG, C. S. A., COLLINS, D., HUANG, H. H. (2006). Shareholder rights, financial disclosure and the cost of equity capital. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 27, 175-204;



- CHEYNEL, E. (2009). *A theory of voluntary disclosure and cost of capital*. A dissertation submitted in partial fulfillment of the requirements for the degree of Doctor of Philosophy (Business Administration) at the Tepper Business School at Carnegie Mellon University;
- COELHO, A. C. D., CIA, J. N. S., LIMA, I. S. (2010). Conservadorismo condicional na divulgação de lucros em companhias abertas brasileiras: diferenças entre emissoras e não emissoras de ADR e entre sistemas contábeis. *Revista de Administração McKenzie*, 11 (1), 117-149;
- COELHO, A. P. (2002). A queda da Enron e a profissão de Auditoria. *Revisores & Empresas*, 16, 24-26;
- COLQUITT, L. L., HOYT, R. E. (1997). Determinants of corporate hedging behaviour: Evidence from the life insurance industry. *The Journal of Risk and Insurance*, 64 (4), 649-671;
- COMISSÃO DE MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS, CMVM (2008). *Relatório anual sobre a actividade da CMVM e sobre os mercados de valores mobiliários*. Documento disponível em [www.cmvm.pt](http://www.cmvm.pt);
- COMISSÃO DE MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS, CMVM (2010). *Código de Governo das Sociedades da CMVM 2010 (Recomendações)*. Documento disponível em [www.cmvm.pt](http://www.cmvm.pt);
- COMISSÃO DE NORMALIZAÇÃO CONTABILÍSTICA, CNC (1996). *Directriz Contabilística N.º 17 – Contratos de Futuros*;
- COMISSÃO DE NORMALIZAÇÃO CONTABILÍSTICA, CNC (1997). *Directriz Contabilística N.º 18 – Objectivos das Demonstrações Financeiras e Princípios Contabilísticos Geralmente Aceites*;
- COMISSÃO DE NORMALIZAÇÃO CONTABILÍSTICA, CNC (2003). *Projecto de Linhas de Orientação para um Novo Modelo de Normalização Contabilística*, 15 de Janeiro. Documento disponível em [cnc.min-financas.pt](http://cnc.min-financas.pt);
- COMISSÃO DE NORMALIZAÇÃO CONTABILÍSTICA, CNC (2009). *Norma Contabilística e de Relato Financeiro (NCRF) n.º 27: Instrumentos Financeiros*. Aviso n.º 15655/2009, de 7 de Setembro;
- COMUNIDADE EUROPEIA, CE (2002). Regulamento (CE) n.º 1606/2002 do Parlamento Europeu e do Conselho de 19 de Julho de 2002 Relativo à aplicação das Normas Internacionais de Contabilidade. *Jornal Oficial das Comunidades Europeias*, 11 de Setembro;
- COMUNIDADE EUROPEIA, CE (2003). Regulamento (CE) n.º 1725/2003 da Comissão de 21 de Setembro de 2003 que adopta certas normas internacionais de contabilidade, nos termos do Regulamento (CE) n.º 1606/2002 do Parlamento Europeu e do Conselho. *Jornal Oficial das Comunidades Europeias*, 13 de Outubro;
- COMUNIDADE EUROPEIA, CE (2004). Regulamento (CE) n.º 2086/2004 da Comissão de 19 de Novembro de 2004 que altera o Regulamento n.º 1725/2003, que adopta certas normas internacionais de contabilidade, nos termos do Regulamento (CE) n.º 1606/2002 do Parlamento Europeu e do Conselho, no que diz respeito à inserção da NIC 39. *Jornal Oficial das Comunidades Europeias*, 9 de Dezembro;
- COMUNIDADE EUROPEIA, CE (2005 a). Regulamento (CE) n.º 1864/2005 da Comissão de 15 de Novembro de 2005 que altera o Regulamento n.º 1725/2003, que adopta certas normas internacionais de contabilidade, nos termos do Regulamento (CE) n.º 1606/2002 do Parlamento Europeu e do Conselho, no que diz respeito à norma internacional de relato financeiro (IFRS) 1 e às normas internacionais de contabilidade (IAS) 32 e 39. *Jornal Oficial das Comunidades Europeias*, 16 de Novembro;
- COMUNIDADE EUROPEIA, CE (2005 b). Regulamento (CE) n.º 2106/2005 da Comissão de 21 de Dezembro de 2005 que altera o Regulamento n.º 1725/2003, que adopta certas normas internacionais de contabilidade, nos termos do Regulamento (CE) n.º 1606/2002 do Parlamento Europeu e do Conselho, no que diz respeito à norma internacional de contabilidade (IAS) 39. *Jornal Oficial das Comunidades Europeias*, 22 de Dezembro;
- COMUNIDADE EUROPEIA, CE (2006). Regulamento (CE) n.º 108/2006 da Comissão, de 11 de Janeiro de 2006 que altera o Regulamento (CE) n.º 1725/2003, que adopta certas normas

- internacionais de contabilidade, nos termos do Regulamento (CE) n.º 1606/2002 do Parlamento Europeu e do Conselho, relativamente às Normas Internacionais de Relato Financeiro (IFRS) 1, 4, 6 e 7, às Normas Internacionais de Contabilidade (IAS) 1, 14, 17, 32, 33 e 39 e à Interpretação IFRIC 6. *Jornal Oficial da União Europeia*, n.º L24/1, de 27 de Janeiro;
- CORREIA, L. A. (1999). *Instrumentos Financeiros Derivados: Enquadramento Contabilístico e Fiscal*. Dissertação de Mestrado, Porto, Universidade do Porto, Fevereiro;
- CORREIA, L. A. (2000). Problemas associados ao enquadramento contabilístico nacional das operações de cobertura de risco. *X Encontro Nacional de Docentes de Contabilidade do Ensino Superior*, Instituto Superior de Contabilidade e Administração de Aveiro, Fevereiro;
- COSTA JUNIOR, J. V. (2003). Uma avaliação do nível de evidenciação das companhias abertas, no Brasil, no tocante aos instrumentos financeiros. *Revista de Contabilidade & Finanças*, USP, São Paulo, 32, 23-39;
- COSTA TODA, A., HERRANZ MARTÍN, F. M., ZAMORA RAMÍREZ, C. (2008). Los instrumentos financieros y las coberturas contables en el proyecto de NIIF para PYMEs del IASB y el PGC. *Técnica Contable*, 710, 14-26;
- CROTTY, J. (2009). Structural causes of the global financial crisis: a critical assessment of the 'new financial architecture'. *Cambridge Journal of Economics*, 33, 563-580;
- DANTAS, J. A., RODRIGUES, F. F., RODRIGUES, J. M., CAPELLETTO, L. R. (2010). Determinantes do grau de evidenciação de risco de crédito pelos bancos brasileiros. *Revista de Contabilidade & Finanças*, USP, São Paulo, 21 (52), 1-27;
- DARÓS, L. L., BORBA, J. A. (2005). Evidenciação de instrumentos financeiros derivativos nas demonstrações contábeis: uma análise das empresas brasileiras. *Revista de Contabilidade & Finanças*, USP, São Paulo, 39, 68-80;
- DARROUGH, M. N. (1993). Disclosure policy and competition: Cournot vs. Bertrand. *The Accounting Review*, 68 (3), 534-561;
- DARUS, F., TAYLOR, D. (2009). Influences of proprietary and political costs on voluntary disclosure relating to financial instruments before and after mandatory requirements. *Corporate Ownership and Control*, 6 (4), 391-406;
- Decreto-lei n.º 103/2007, de 3 de Abril - transpõe para a ordem jurídica interna a Directiva n.º 2006/49/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 14 de Junho, relativa à adequação dos fundos próprios das empresas de investimento e das instituições de crédito e que procede à reformulação da Directiva n.º 93/6/CEE, do Conselho, de 15 de Março;
- Decreto-lei n.º 104/2007, de 3 de Abril - transpõe para a ordem jurídica interna a Directiva n.º 2006/48/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 14 de Junho, relativa ao acesso à actividade das instituições de crédito e ao seu exercício e que procede à reformulação da Directiva n.º 2000/12/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 20 de Março;
- Decreto-lei n.º 142-A/91, de 10 de Abril – aprova o Código de Mercado de Valores Mobiliários;
- Decreto-lei n.º 158/2009, de 13 de Julho – aprova o Sistema de Normalização Contabilística e revoga o Plano Oficial de Contabilidade, aprovado pelo Decreto-lei n.º 410/89, de 21 de Novembro;
- Decreto-lei n.º 196/95, de 29 de Julho – Altera o Código do Mercado de Valores Mobiliários aprovado pelo Decreto-Lei n.º 142-A/91, de 10 de Abril;
- Decreto-lei n.º 410/89, de 21 de Novembro – aprova o Plano Oficial de Contabilidade;
- DeMARZO, P. M., DUFFIE, D. (1995). Corporate Incentives for hedging and hedge accounting. *The Review of Financial Studies*, 8 (3), 743-771;
- DEPOERS, F. (2000). A cost-benefit Study of Voluntary Disclosure: Some Empirical Evidence from French Listed Companies. *The European Accounting Review*, 9 (2), 245-263;

- DHALIWAL, D. S. (1980). The effect of firm's capital structure on the choice of accounting methods. *The Accounting Review*, LV (1), 78-84;
- DÍAZ, A. (2001). Entidades de crédito: transparencia y disciplina de mercado. *Estabilidad Financiera*. Banco de España, 1, 117-132;
- DiMAGGIO, P., POWELL, W. (1983). The iron cage revisited: institutional isomorphism and collective rationality in organizational fields. *American Sociological Review*, 48 (2), 147-160;
- Directiva 2006/48/CE do Parlamento Europeu e do Conselho de 14 de Junho de 2006 relativa ao acesso à actividade das instituições de crédito e ao seu exercício (reformulação);
- Directiva 2006/49/CE do Parlamento Europeu e do Conselho de 14 de Junho de 2006 relativa à adequação dos fundos próprios das empresas de investimento e das instituições de crédito (reformulação);
- Directiva 78/660/CEE do Conselho, de 25 de Julho de 1978, (Quarta Directiva) baseada no artigo 54º, nº 3, alínea g), do Tratado e relativa às contas anuais de certas formas de sociedades;
- Directiva 86/635/CEE do Conselho de 8 de Dezembro de 1986 relativa às contas anuais e às contas consolidadas dos bancos e outras instituições financeiras;
- Directiva 91/674/CEE do Conselho, de 19 de Dezembro de 1991, relativo às contas anuais e às contas consolidadas das empresas de seguros;
- DONNELLY, R., MULCAHY, M. (2008). Board structure, ownership, and voluntary disclosure in Ireland. *Corporate Governance*, 16 (5), 416-429;
- DOWLING, J., PFEFFER, J. (1975). Organizational legitimacy: social values and organizational behavior. *Pacific Sociological Review*, 18 (1), 122-136;
- DUPOND, J. C. (2009). A second chance at legal certainty: AIG collapse provides impetus to regulate default swaps. *Administrative Law Review*, 61 (4), 843-869;
- DYE, R. A. (1985). Strategic accounting choice and the effects of alternative financial reporting requirements. *Journal of Accounting Research*, 23 (2), 544-574;
- DYE, R. A. (1990). Mandatory versus voluntary disclosures: the cases of financial externalities. *The Accounting Review*, 65 (1), 1-24;
- EDWARDS, G. A. Jr., ELLER, G. E. (1995). Overview of derivatives disclosures by major U.S. Banks. *Federal Reserve Bulletin*, 81 (9), 817-831;
- EDWARDS, G. A. Jr., ELLER, G. E. (1996). Overview of derivatives disclosures by major U.S. Banks, 1995. *Federal Reserve Bulletin*, 82 (9), 791-801;
- ELLIOTT-BROWNELL, W. (2004). *An empirical examination of the relative information content of derivatives disclosure as required by SEC Financial Reporting Release No. 48*. Submitted to the Faculty of the Graduate College of Oklahoma State University in partial fulfilment of the requirements for the Degree of Doctor of Philosophy.
- ELSBACH, K. D. (1994). Managing organizational legitimacy in the California Cattle Industry: the construction and effectiveness of verbal accounts. *Administrative Science Quarterly*, 39, 57-88;
- EURONEXT (2004). *Press release – migration of Euronext.Liffe's Portuguese derivatives products to LIFFE CONNECT and CLEARING 21 on 22 March*;
- EURONEXT (2008). *Fact book Euronext Lisbon*. Documento disponível em [www.euronext.com](http://www.euronext.com);
- EURONEXT (2009). *Lisbon derivatives market fact book 2009*. Documento disponível em [www.euronext.com](http://www.euronext.com);
- EURONEXT. [www.euronext.com](http://www.euronext.com);
- FAMA, E. F., JENSEN, M. C. (1983). Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics*, 26 (2), 301-325;

- FEAY, W. F.; ABDULLAH, F. A. (2001). Impact of new derivative disclosures on multinational firm's financing strategies. *Multinational Business Review*, Summer, 1-8;
- FERIA DOMÍNGUEZ, J. M., OLIVER ALFONSO, M. D. (2006). Análisis en el marco de BASELEIA II del tratamiento del riesgo de mercado en los informes anuales bancarios. *Técnica Contable*, 685, 25-33;
- FERREIRA, J. M. L. (1996). *Valorimetria e Relevação Contabilísticas de Futuros, Opções e "Swaps" Transaccionados ou Registados em Mercados Organizados*. Dissertação de Mestrado, Porto, Universidade do Porto;
- FINANCIAL ACCOUNTING STANDARDS BOARD, FASB (1981). *Statement of Financial Accounting Standard n.º 52, Foreign Currency Translation*. Financial Accounting Foundation;
- FINANCIAL ACCOUNTING STANDARDS BOARD, FASB (1984). *Statement of Financial Accounting Standard n.º 80, Accounting for Futures Contracts*. Financial Accounting Foundation;
- FINANCIAL ACCOUNTING STANDARDS BOARD, FASB (1990). *Statement of Financial Accounting Standard n.º 105, Disclosure of Information about Financial Instruments with Off-Balance-Sheet Risk and Financial Instruments with Concentrations of Credit Risk..* Financial Accounting Foundation;
- FINANCIAL ACCOUNTING STANDARDS BOARD, FASB (1991). *Statement of Financial Accounting Standard n.º 107, Disclosures about Fair Value of Financial Instruments*. Financial Accounting Foundation;
- FINANCIAL ACCOUNTING STANDARDS BOARD, FASB (1994). *Statement of Financial Accounting Standard n.º 119, Disclosure about Derivative Financial Instruments and Fair Value of Financial Instruments*. Financial Accounting Foundation;
- FINANCIAL ACCOUNTING STANDARDS BOARD, FASB (1998). *Statement of Financial Accounting Standard n.º 133, Accounting for Derivative Instruments and Hedging Activities*. Financial Accounting Foundation;
- FINANCIAL ACCOUNTING STANDARDS BOARD, FASB (1999). *Preliminary Views on Major Issues Related to Reporting Financial Instruments and Certain Related Assets and Liabilities at Fair Value*. Financial Accounting Foundation;
- FINANCIAL ACCOUNTING STANDARDS BOARD, FASB (2000). *Statement of Financial Accounting Standard No. 138, Accounting for Certain Derivative Instruments and Certain Hedging Activities-an amendment of FASB Statement No. 133*. Financial Accounting Foundation;
- FINANCIAL ACCOUNTING STANDARDS BOARD, FASB (2003). *Statement of Financial Accounting Standard No. 149, Amendment of Statement 133 on Derivative Instruments and Hedging Activities*. Financial Accounting Foundation;
- FINANCIAL ACCOUNTING STANDARDS BOARD, FASB (2006). *Statement of Financial Accounting Standard No. 157, Fair Value Measurements*. Financial Accounting Foundation;
- FINANCIAL ACCOUNTING STANDARDS BOARD, FASB (2006). *Statement of Financial Accounting Standard No. 155, Accounting for Certain Hybrid Financial Instruments*. Financial Accounting Foundation;
- FINANCIAL ACCOUNTING STANDARDS BOARD, FASB (2007). *Statement of Financial Accounting Standard No. 159, The fair Value Option for Financial Assets and Financial Liabilities*. Financial Accounting Foundation;
- FINANCIAL ACCOUNTING STANDARDS BOARD, FASB (2008). *Invitation to Comment (ITC) – Reducing Complexity in Reporting Financial Instruments*. Financial Accounting Foundation;
- FINANCIAL ACCOUNTING STANDARDS BOARD, FASB (2008). *Statement of Financial Accounting Standard No. 161, Disclosures about derivative instruments and hedging activities-an amendment of FASB Statement No. 133*. Financial Accounting Foundation;

- FINANCIAL ACCOUNTING STANDARDS BOARD, FASB (2010). *Exposure Draft: Accounting for Financial Instruments and Revisions to the Accounting for Derivative Instruments and Hedging Activities*. Financial Accounting Foundation;
- FINANCIAL CRISIS ADVISORY GROUP (2009). *Report of the Financial Crisis Advisory Group*, Julho;
- FINANCIAL INSTRUMENTS JOINT WORKING GROUP OF STANDARD SETTERS, JWG (2000). *Financial Instruments and Similar Items – Draft Standard and Basis for Conclusions*. Canada;
- FRANCIS, J., NANDA, D., OLSSON, P. (2008). Voluntary disclosures, earnings quality, and cost of capital. *Journal of Accounting Research*, 46 (1), 53-99;
- G20 Working Group (2009). *Enhancing sound regulation and strengthening transparency: final report*. Março. Documento disponível em <http://www.g20.org>;
- GALLERY, G., COOPER, E., SWEETING, J. (2008). Corporate disclosure quality: lessons from Australian companies on the impact of adopting International Financial Reporting Standards. *Australian Accounting Review*, 46, 18 (3), 257-273;
- GIGLER, F. (1994). Self-enforcing voluntary disclosures. *Journal of Accounting Research*, 32 (2), 224-240;
- GOLDBERG, S. R., GODWIN, J. H., KIM, M. S. TRITSCHLER, C. A., (1998). On the determinants of corporate usage of financial derivatives. *Journal of International Financial Management and Accounting*, 9 (2), 132-166;
- GOLDBERG, S. R., TRITSCHLER, C. A., GODWIN, J. H. (1995). Financial reporting for foreign exchange derivatives. *Accounting Horizons*, 9 (2), 1-16;
- GOTO, S., WATANABE, M., XU, Y. (2009). Strategic disclosure and stock returns: theory and evidence from US cross-listing. *The Review of Financial Studies*, 22 (4), 1585-1620;
- GUTHRIE, J., PARKER, L. D. (1989). Corporate social reporting: a rebuttal of legitimacy theory. *Accounting and Business Research*, 19 (76), 343-352;
- GUTHRIE, J., PETTY, R., YONGVANICH, K., RICCI, F. (2004). Using content analysis as a research method to inquire into intellectual capital report. *Journal of Intellectual Capital*, 5 (2), 282-293;
- HANSMANN, H., KRAAKMAN, R. (2004). *Agency problems and legal strategies*. Center for law, Economics and Public Policy, Research paper no. 301, disponível em [www.srrn.com/abstract=616003](http://www.srrn.com/abstract=616003)
- HASSAN, M. S., MOHD-SALEH, N. (2010). The value relevance of financial instruments disclosure in Malaysian firms listed in the Main Board of Bursa Malaysia. *Journal of Economics and Management*, 4 (2), 243-270;
- HASSAN, M. S., PERCY, M., STEWART, J. (2006). The value relevance of fair value disclosures in Australian firms in the extractive industries. *Asian Academy of Management Journal of Accounting and Finance*, 2 (1), 41-61;
- HASSAN, M. S., PERCY, M., STEWART, J. (2006/2007). The transparency of derivative disclosures by Australian firms in the extractive industry. *Corporate, Ownership and Control*, 4 (2), 257-270;
- HASSAN, M., SALEH, N., RAHMAN M. (2009). Financial instrument disclosure quality among listed firms in Malaysia. Submitted to *Journal of Business, Finance and Accounting*;
- HAUSIN, M.; HEMMINGSSON, C., JOHANSSON, J. (2008). *How to hedge disclosures? IFRS 7 and hedge accounting – a first stocktaking*. Master Thesis within Business Administration, Handelshogskolan Vid Goteborg Universitet;
- HAUSMAN, J. A. (1978). Specification tests in econometrics. *Econometrica*, 46 (6), 1251-1271;

- HAYES, R. M., LUNDHOLM, R.. (1996). Segment reporting to the capital market in the presence of a competitor. *Journal of Accounting Research*, 34 (2), 261-279;
- HEALY, P. M., HUTTON, A. P., PALEPU, K. G. (1999). Stock performance and intermediation changes surrounding sustained increases in disclosure. *Contemporary Accounting Research*, 16 (3), 485-520;
- HEALY, P. M., PALEPU, K. G. (2001). Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: a review of the empirical disclosure literature. *Journal of Accounting and Economics*, 31, 405-440;
- HELLIAR, C., DUNNE, T., MOIR, L. (2004). Derivatives reporting in the UK: a treasury perspective on the introduction of FRS 13. *The Journal of Applied Accounting Research*, 7 (ii), 134-174;
- HIGGS, J. L. (1998). *Accounting disclosures of derivative securities in the insurance industry*. Thesis submitted in partial fulfilment of the requirements for the Degree of Doctor of Philosophy in the College Of Business. University of South Carolina;
- HSIAO, C. (2003). *Analysis of panel data*. 2ª edição, University of Southern California, Cambridge University Press;
- HSIAO, C. (2005). Why panel data? *IEPR Working Paper 05.33*, Institute of Economic Policy Research, University of Southern California, documento disponível em <http://www.usc.edu/iepr>;
- HUGHES, J. S., KAO, J. L., WILLIAMS, M. (2002). Public disclosure of forward contracts and revelation of proprietary information. *Review of Accounting Studies*, 7, 459-478;
- HUGHES, J. S., LIU, J., LIU, J. (2007). Information asymmetry, diversification, and cost of capital. *The Accounting Review*, 82 (3), 705-729;
- INCHAUSTI, B. G. (1997). The influence of company characteristics and accounting regulation on information disclosed by Spanish firms. *The European Accounting Review*, 6 (1), 45-68;
- INSTITUTO DE SEGUROS DE PORTUGAL, ISP (2005). Norma Regulamentar 5/2005-R - *Aplicação das normas internacionais de contabilidade – empresas de seguros, sociedades gestoras de fundos de pensões e sociedades de mediação de seguros*, Março;
- INSTITUTO DE SEGUROS DE PORTUGAL, ISP (2007). *Norma Regulamentar n.º 4/2007 – R*, de 27 de Abril – Plano de Contas para as Empresas de Seguros;
- INTERNATIONAL ACCOUNTING STANDARDS BOARD, IASB (1991). *Exposure Draft (ED 40) Financial instruments*, Setembro;
- INTERNATIONAL ACCOUNTING STANDARDS BOARD, IASB (1994). *Exposure Draft (ED 48) Financial instruments*, Janeiro;
- INTERNATIONAL ACCOUNTING STANDARDS BOARD, IASB (1998). *Norma Internacional de Contabilidade n.º 39 – Instrumentos Financeiros: Reconhecimento e Medida*;
- INTERNATIONAL ACCOUNTING STANDARDS BOARD, IASB (2002). *Exposure Draft of proposed amendments to LAS 32 Financial Instruments: Disclosure and Presentation and LAS 39 Financial Instruments: Recognition and Measurement*;
- INTERNATIONAL ACCOUNTING STANDARDS BOARD, IASB (2003). *Norma Internacional de Contabilidade n.º 39 – Instrumentos Financeiros: Reconhecimento e Medida*;
- INTERNATIONAL ACCOUNTING STANDARDS BOARD, IASB (2003). *Norma Internacional de Contabilidade n.º 32 – Instrumentos Financeiros: Apresentação e Divulgação*;
- INTERNATIONAL ACCOUNTING STANDARDS BOARD, IASB (2005). *Norma Internacional de Relato Financeiro n.º 7: Instrumentos Financeiros: divulgações*;

- INTERNATIONAL ACCOUNTING STANDARDS BOARD, IASB (2006). *A Roadmap for Convergence between IFRSs and US GAAP—2006-2008 - Memorandum of Understanding between the FASB and the IASB*;
- INTERNATIONAL ACCOUNTING STANDARDS BOARD, IASB (2008). *Discussion Paper (DC) – Reducing Complexity in Reporting Financial Instruments*;
- INTERNATIONAL ACCOUNTING STANDARDS BOARD, IASB (2009 a). *Exposure Draft ED/2009/12, Financial instruments: amortised cost and impairment*, Novembro;
- INTERNATIONAL ACCOUNTING STANDARDS BOARD, IASB (2009 b). *IFRS® for SMEs. International Financial Reporting Standard for Small and Medium-sized Entities*, Julho;
- INTERNATIONAL ACCOUNTING STANDARDS BOARD, IASB (2009c). *International Financial Reporting Standard 9: Financial Instruments (NIRF 9)*, Novembro;
- INTERNATIONAL ACCOUNTING STANDARDS BOARD, IASB (2010 a). *Project Summary and Feedback Statement: Transfers of Financial Assets – Amendments to IFRS 7 Financial Instruments: Disclosures*, Outubro;
- INTERNATIONAL ACCOUNTING STANDARDS BOARD, IASB (2010 b). *Project Summary and Feedback Statement: Financial Liabilities*, Outubro;
- INTERNATIONAL ACCOUNTING STANDARDS BOARD, IASB (2010 c). *Exposure Draft: Hedge Accounting*, Dezembro;
- INTERNATIONAL ACCOUNTING STANDARDS BOARD, IASB (2010 d). *International Accounting Standard 1: Presentation of Financial Statements*, Maio;
- INTERNATIONAL ACCOUNTING STANDARDS COMMITTEE, IASC (2000). *Press release – IASC invites comments on proposals for accounting for financial instruments and similar items*. 14<sup>th</sup> Novembro;
- JENSEN, M. C., MECKLING, W. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3 (4), 305-360;
- JOHNSON, L. T., SWIERINGA, R. J. (1996). Derivatives, hedging and comprehensive income. *Accounting Horizons*, 10 (4), 109-122;
- KIM, Y. S., NAM, J., THORNTON J. R., J. H. (2008). The effect of managerial bonus plans on corporate derivatives usage. *Journal of Multinational Financial Management*, 18, 229-243;
- KRAUSS, S. E. (2005). Research paradigms and meaning making: a primer. *The Qualitative Report*, 10 (4), 758-770;
- KRINSTANDL, G., BONTIS, N. (2007). The impact of voluntary disclosure on cost of equity capital estimates in a temporal setting. *Journal of Intellectual Capital*, 8 (4), 577-594;
- LAMBERT, R., LEUZ, C., VERRECCHIA, R. E. (2007). Accounting Information, disclosure, and the cost of capital. *Journal of Accounting Research*, 45 (2), 385-420;
- LARRÁN JORGE, M., GARCÍA-MECA, E. (2004). Costes, beneficios y factores ligados a la política de divulgación de información financiera. *Revista de Contabilidad*, 17 (14), 75-111;
- LEMO, K. M. e RODRIGUES, L. L. (2007a). Divulgação de Informação sobre Operações com Instrumentos Derivados: Evidência Empírica no Mercado de Capitais Português. *Tékhnē – Revista de Estudos Politécnicos*, IV, (7), 149-188;
- LEMO, K. M. e RODRIGUES, L. L. (2007b). Normativa contábil adoptada en el tratamiento de operaciones con instrumentos derivados: evidencia empírica en el mercado de capitales português. *Base – Revista de Administração e Contabilidade da Unisinos*, 4, (4), 287-300;
- LEMO, K. M., RODRIGUES, L. L., RODRÍGUEZ ARIZA, L. (2009). Determinantes do nível de divulgação de informação sobre instrumentos derivados. Evidência empírica no mercado de capitais português. *Tékhnē – Revista de Estudos Politécnicos*, VII, (12), 145-175;

- LEUZ, C. (2004). Proprietary versus Non-Proprietary Disclosures: Evidence from Germany. *The Economics and Politics of Accounting: International Perspectives on Research Trends, Policy and Practice*, C. Leuz, D. Pfaff, A. Hopwood (eds), Oxford University Press, 164-197;
- LEUZ, C., VERRECHIA, R. E. (2000). The Economic Consequences of Increased Disclosure. *Journal of Accounting Research*, 38 (supplement), 91-124;
- LIGHTSTONE, K., DRISCOLL, C. (2008). Disclosing elements of disclosure. A test of legitimacy theory and company ethics. *Canadian Journal of Administrative Sciences*, 25 (1), 7-21;
- LIMA, G. A. S. F. (2009). Nível de evidênciação x custo da dívida das empresas brasileiras. *Revista Contabilidade & Finanças*, USP, São Paulo, 20 (49), 95-108;
- LINSLEY, P.M., SHRIVES, P. J., CRUMPTON, M. (2006). Risk disclosure: an exploratory study of UK and Canada banks. *Journal of Banking Regulation*, 7 (3 /4), 268-282;
- LOPES, P. T., RODRIGUES, L. L. (2006). Accounting Practices for Financial Instruments. How far are Portuguese Companies from IFRS?, *The FRRaG – Financial Reporting Regulation and Government*, 5 (1), 1-36;
- LOPES, P. T., RODRIGUES, L. L. (2007). Accounting for Financial Instruments: An Analysis of the determinants of disclosure in the Portuguese stock exchange. *The International Journal of Accounting*, 42, 25-56;
- MACHADO, A. (2003). Fraudes Contabilísticas: O Pesadelo Americano, *Análise Financeira News*, Boletim da Associação de Analistas Financeiros, n.º 4;
- MACKINTOSH, I. (2008). Fair value difficult to define in a changing market. *Financial Times*, 22 de Maio, 18;
- MAGNAN, M. L. (2009). Fair value accounting and the financial crisis: messenger or contributor?. *Accounting Perspective*, 8 (3), 189-213;
- MARQUES, L. D. (2000). *Modelos dinâmicos com dados em painel: revisão de literatura*. Centro de Estudos Macroeconómicos e Previsão, Faculdade de Economia do Porto, documento disponível em <http://www.fep.up.pt/investigacao/workingpapers/wp100.pdf>;
- MARSHALL, P. A. (2000). Foreign exchange risk management in UK, USA and Asia Pacific multinational companies. *Journal of Multinational Financial Management*, 10, 185;
- MARSHALL, P. A., WEETMAN, P. (2002). Information asymmetry in disclosure of foreign exchange risk management: can regulation be effective? *Journal of Economics & Business*, 54, 31-53;
- MARSTON, C. L., SHRIVES, P. J. (1991). The use of disclosure indices in accounting research: A review article. *The British Accounting Review*, 23 (3), 195-210;
- MARTINS, L. F. (2006). *Modelos com dados em painel*. Instituto Superior de Ciências do Trabalho e da Empresa;
- MATOLCSY, S. L. Z., CHOW, D. (2007). The Association between board composition and different types of voluntary disclosure. *European Accounting Review*, 16 (3), 555-583;
- McANALLY, M. L. (1996). Banks, risk, and FAZ 105 disclosures. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 11 (3), 453-490;
- McDONNELL, J. (2007). Financial Instruments: IFRS 7 - Disclosure Requirements. *Accountancy Ireland*, 29 (2), 14-16;
- MEYER, J. W., ROWAN, B. (1977). Institutionalized Organizations: formal structure as myth and ceremony. *The American Journal of Sociology*, 83 (2), 340-363;
- MIAN, S. L. (1996). Evidence on corporate hedging policy. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 31 (3), 419-439;
- MILLER, M. H. (1999). *Los Mercados de Derivados*, Barcelona, Ediciones Gestión 2000, Março;



- MIR FERNÁNDEZ, C., MORENO, D., OLMEDA, I. (2006). Determinantes de la Revelación de Información sobre derivados financieros en el mercado Español. *V Workshop de Investigación Empírica en Contabilidad Financiera, I Jornada de Investigación de la REFC*, 18 a 20 de Outubro, Madrid;
- MONTEIRO, S. (2006). *El medio ambiente como factor clave en la definición de las estrategias empresariales y sus implicaciones en la gestión y el sistema de información contable. Una perspectiva del caso portugués*. Tesis presentada para la obtención del grado de doctor en la Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales de la Universidad de Santiago de Compostela;
- MORAIS, A. I., FIALHO, A. (2008). Do harmonized Accounting Standards lead to harmonized accounting practices? An empirical study of IAS 39 measurement requirements in some European Union Countries. *Australian Accounting Review*, 46 (18), 225-235;
- MORRIS, R. D. (1987). Signalling, agency theory and Accounting policy choice. *Accounting and Business Research*, 18 (69), 47-56;
- NEWMAN, P., SANSING, R. (1993). Disclosure policies with multiple users. *Journal of Accounting Research*, 31 (1), 92-112;
- NGUYEN, H., FAFF, R. (2002). On the determinants of derivative usage by Australian Companies. *Australian Journal of Management*, 27 (1), 1;
- NGUYEN, H., FAFF, R. (2003). Further Evidence on the corporate use of derivatives in Australia: The case of foreign currency and interest rate instruments. *Australian Journal of Management*, Dezembro, 28 (3), 307;
- NIER, E., BAUMANN, U. (2006). Market discipline, disclosure and moral hazard in banking. *Journal of Financial Intermediation*, 15, 332-361;
- NIKOLAEV, V., LENT, L. V. (2005). The endogeneity bias in the relation between cost-of-debt capital and corporate disclosure policy. *European Accounting Review*, 14 (6), 677-724;
- NYSE Euronext (2009). Mercado de derivados de Lisboa. Guia de futuros: amplie as oportunidades de investimento. Documento disponível em <http://www.euronext.com/editorial/wide/editorial-33122-PT.html>;
- OLIVEIRA, A. S., CAIRES, N. A., SILVA, O. L., FERREIRA, R. M. (2008). Derivativos: evolução da aplicação das normas contábeis e de evidenciação das demonstrações financeiras mediante as mudanças de normas contábeis no Brasil. *XII Congresso de Contabilidade e Auditoria: "A contabilidade na era global: respondendo à mudança"*, Aveiro, 20 a 22 de Novembro;
- OLIVER, C. (1991). Strategic responses to institutional processes. *Academy of Management Review*, 16 (1), 145-179;
- PARLAMENTO EUROPEU (2010). *Relatório sobre os mercados de derivados: medidas futuras (2010/2008(INI))*;
- PATELLI, L., PRENCIPE, A. (2007). The relationship between voluntary disclosure and independent directors in the presence of a dominant shareholder. *European Accounting Review*, 16 (1), 5-33;
- PEIXOTO, J. P. (1999). *Funcionamento das bolsas de derivados*. McGraw Hill;
- PESTANA, M. H., GAGEIRO, J. N. (2008). *Análise de dados para Ciências Sociais – A complementaridade do SPSS*. 5ª ed., Edições Sílabo. Lisboa;
- PETERS, G. F., ABBOTT, L.J., PARKER, S. (2001). Voluntary disclosures and auditor specialization: the case of commodity derivative disclosures. *Western Regional Accounting Association Meeting*, San Jose, C.A.;
- Portaria n.º 1011/2009, de 9 de Setembro – Código de Contas;
- Portaria n.º 986/2009, de 7 de Setembro – Demonstrações financeiras – modelos;

- POSHAKWALE, S., COURTIS, J. K. (2005). Disclosure level and cost of equity capital: evidence from the banking industry. *Managerial and Decision Economics*, 26, 431-444;
- PULFER, R. (2008). Who's to blame for the credit crisis, and where do we go from here? *Canadian Business*, 81 (19), 44-53;
- QUIRK, W. J. (2010). Too bad not to fail. *Academic Search Complete*, 7 (3);
- ROSS, S. A. (1977). The determination of financial structure: the incentive-signalling approach. *The Bell Journal of Economics*, 8 (1), 23-40;
- ROULSTONE, D. T. (1999). Effect of SEC Financial Reporting Release No. 48 on Derivative and Market Risk Disclosures. *Accounting Horizons*, 13 (4), 343;
- SCHRAND, C. M. (1997). The association between stock-price interest rate sensitivity and disclosures about derivative instruments. *The Accounting Review*, 72 (1), 87-109;
- SENGUPTA, P. (1998). Corporate Disclosure Quality and the Cost of Debt. *The Accounting Review*, 73 (4), 459-474;
- SEOW, G. S., TAM, K. (2002). The Usefulness of Derivative-related Accounting Disclosures. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 18 (3), 273-291;
- SHIU, Y. M. (2007). An empirical investigation on derivatives usage: evidence from the United Kingdom general insurance industry. *Applied Economics Letters*, 14, 353-360;
- SILVA, E. S. (2010). Basileia III. Recentes desenvolvimentos na regulamentação prudencial da actividade bancária. *InforBanca*, XXII (86), 7-10;
- SMITH, C. W., STULZ, R. M. (1985). The determinants of firm's hedging policies. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 20, 391-405;
- SPENCE, M. (1973). Job market signaling. *The Quarterly Journal of Economics*, 87 (3), 355-374;
- STEMLER, S. (2001). An overview of content analysis. *Practical Assessment, Research & Evaluation*, 7 (17);
- STROUHAL, J. (2006). Application of IAS 39 on reporting of financial derivatives in Czech. XI Congresso Internacional de Contabilidade e Auditoria: "Novos desafios da contabilidade e auditoria – ética, independência e pensamento crítico", Coimbra, 16 a 18 de Novembro;
- SUCHMAN, M. C. (1995). Managing legitimacy: strategic and institutional approaches. *Academy of Management Review*, 20 (3), 571-610;
- THE HIGH-LEVEL GROUP ON FINANCIAL SUPERVISION IN THE EU (2009). *The high-level group on financial supervision in the EU report (Larosière Report)*. Brussels, Fevereiro;
- URQUÍA GRANDE, E., PÉREZ ESTÉBANEZ, R., CHAMIZO GONZÁLEZ, J. (2010). ¿La crisis de la normativa o normativa de la crisis? *Partida Doble*, 218, 40-51;
- VERRECCHIA, R. (1983). Discretionary disclosure. *Journal of Accounting & Economics*, 5, 179-194;
- VERRECCHIA, R. E. (1999). Disclosure and the cost of capital: a discussion. *Journal of Accounting and Economics*, 26, 271-283;
- VIANA, R. (1999). *Considerações sobre o sistema de controlo interno na utilização dos derivados*. Porto, Associação da Bolsa de Derivados do Porto;
- VIEIRA, R. (2009). Paradigmas teóricos da investigação em contabilidade. In MAJOR, M.; VIEIRA, R. (Org.), *Contabilidade e Controlo de Gestão: Teoria, Metodologia e Prática*, Escolar Editora, Lisboa, 11-34;
- WANG, L., ALAM, P., MAKAR, S. (2005). The value-relevance of derivative disclosures by commercial banks: a comprehensive study of information content under SFAS Nos. 119 and 133. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 24, 413-427;

- WATTS, R. L., ZIMMERMAN, J. L. (1978). Towards a Positive Theory of the Determination of Accounting Standards. *The Accounting Review*, LIII (1), 112-134;
- WATTS, R. L., ZIMMERMAN, J. L. (1990). Positive accounting theory: a ten year perspective. *The Accounting Review*, 65 (1), 131-156;
- WELKER, M. (1995). Disclosure policy, information asymmetry and liquidity in equity markets. *Contemporary Accounting Research*, 11 (2), 801-827;
- WELLINK, N. (2011). The new framework for banking supervision. *FSI High Level Meeting on "The Emerging Framework to Strengthen Banking Regulation and Financial Stability" for Africa*, Cape Town, South Africa, 27 de Janeiro;
- WHITTALL, C. (2009). Setting Global Standards. *Risk.net*, May, 47-50;
- WILSON, A. C., STANWICK, S. (1995). Alternatives to current accounting for derivative instruments. *The CPA Journal*, Dezembro, 48-49;
- WONG, M. H. F. (2000). The association between SFAS No. 119 derivatives disclosures and the foreign exchange risk exposure of manufacturing firms. *Journal of Accounting Research*, 28 (2), 387-417;
- WOODS, M., DOWD, K., HUMPHREY, C. (2008). Market risk reporting by the world's top banks: evidence on the diversity of reporting practice and the implications for international accounting harmonization. *Revista de Contabilidade – Spanish Accounting Review*, 11 (2), 9-42;
- WOODS, M., MARGINSON, D. E. (2004). Accounting for derivatives: an evaluation of reporting practice by UK banks. *European Accounting Review*, 13 (2), 373-390;
- WOODWARD, D. G., EDWARDS, P., BIRKIN, F. (1996). Organizational legitimacy and stakeholder information provision. *British Journal of Management*, 7, 329-347;
- WU, Y., BOWE, M. (2010). Information disclosure, market discipline and the management of bank capital: evidence from the Chinese financial sector. *Journal of Financial Services Research*, 38 (2 e 3), 159-186;
- XAVIER, P. H. M. (2003). *Transparência das demonstrações contábeis dos bancos no Brasil: estudo de caso sob a perspectiva do Acordo de 'Basileia 2'*. Dissertação para obtenção do grau em Mestre em Controladoria e Contabilidade, Faculdade de Economia, administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo,
- YAPA, P. (2009). An exploratory study on quantitative and qualitative disclosure of Australian Industry Superannuation Funds' compliance with Accounting Standard AASB 7. *32.º Annual Congress of the European Accounting Association*, Tampere, 12-15 de Maio;
- YONG, H., CHALMERS, K., FAFF, R. (2005). Asia Pacific banks' derivative and risk management disclosures. *Asian Review of Accounting*, 13 (1), 15-44;
- ZWIRN, E. (2004). Accounting Boards Face Derivatives Dilema. *CFO.com*, Boston, 20th February, 1.







## ANEXO I - ÍNDICE DE DIVULGAÇÃO DE INFORMAÇÃO SOBRE INSTRUMENTOS DERIVADOS, DE ACORDO COM AS RECOMENDAÇÕES DO BCBS E DA IOSCO (ID<sub>BASILEIA</sub>)

### A. GERAL

1. Resumo das informações pertinentes sobre operações de negociação e de não-negociação com derivados;
2. Âmbito e natureza das actividades de negociação e com derivados;
3. Como as actividades de negociação e com derivados contribuem para o perfil de resultados da instituição;
4. Informações sobre os principais riscos (crédito, mercado, liquidez, operacional, risco legal e de reputação);
5. O desempenho actual na gestão destes riscos, especialmente os riscos de mercado e de crédito;
6. Divulgações separadas para derivados utilizados para fins de negociação e não negociação;
7. Informações sobre exposições de risco e desempenho na gestão de exposições de risco;
8. Divulgação da exposição a riscos materiais;
9. Fornecer informações sobre as tendências;

### B. DIVULGAÇÕES QUALITATIVAS

#### B1. Geral

10. Elaboração da divulgação quantitativa;
11. Objectivos gerais das actividades com derivados para o negócio;
12. Filosofias de assumpção de risco e como os derivados afectam o nível geral de risco;
13. Políticas para uso de derivados;
14. Principais procedimentos de controlo interno;
15. Instrumentos derivados novos/inovadores (ex.: derivados de crédito) e seus riscos;
16. Propósitos de negociação/não negociação;
17. Princípio de envolvimento em derivados negociados em bolsa ou de balcão (OTC);
18. Como a instituição utiliza a negociação (*market maker*, posição própria, a arbitragem, para responder a necessidades do cliente);
19. Mudanças materiais nas estratégias de gestão de riscos/tolerância ao risco;
20. Objectivos para o uso de derivados de não negociação;
21. De que forma os derivados são usados para cobrir riscos (estratégias);
22. Distinção entre os diferentes tipos de estratégias de gestão de risco implementadas, descrição dos itens cobertos;
23. Posição da informação no contexto das posições relacionadas, reconhecidas no balanço;

#### B2. Gestão de Risco

24. Estrutura das funções de controlo de risco / comissões;
25. Descrição de riscos significativos decorrentes das actividades com derivados e como surgem;
26. Métodos usados para gerir os riscos significativos;
27. Métodos utilizados para avaliar o desempenho na gestão destes riscos;

#### B3. Risco de Mercado

28. Método usado para medir e gerir o risco de mercado;
29. Como é avaliado o desempenho na gestão de riscos de mercado;
30. Descrição dos principais pressupostos e parâmetros utilizados pelos modelos internos para compreender a divulgação de risco de mercado;
31. \* Tipos de modelos utilizados;
32. \* Carteira coberta pelo modelo;
33. \* Período de detenção;

- 34. \* O nível de confiança;
- 35. \* Período de observação;
- 36. Método de agregação de exposições ao risco;
- 37. Método usado para reconhecer as correlações entre os factores de mercado;
- 38. Visão geral das políticas e procedimentos para validação de modelos internos;
- 39. Visão de políticas e procedimentos de *back-testing* de modelos internos;
- 40. Visão de políticas e procedimentos *stress-testing* de risco de mercado;
- 41. Exame às mudanças na exposição ao risco de mercado e estratégias de gestão de risco em relação ao ano anterior;

#### **B4. Risco de Crédito**

- 42. Políticas para identificar, medir e gerir o risco de crédito;
- 43. Estrutura de controlo de risco de crédito / função de análise de crédito, limites de risco e monitorização do limite;
- 44. *Stress-test* de risco de crédito, se aplicável;
- 45. Mecanismos para reduzir a exposição de crédito, incluindo o uso da garantia, de margem, de denúncia bilateral ou multilateral e acordo de antecipação de rescisão;
- 46. Como os derivados de crédito e outros instrumentos de alocação de risco de crédito são utilizados;
- 47. Como é avaliado o desempenho na gestão de risco de crédito;
- 48. Informação sobre o tipo de modelo interno e principais pressupostos utilizados;
- 49. \* Carteiras cobertas pelo modelo;
- 50. \* Intervalo de confiança;
- 51. \* Período de detenção;
- 52. \* Período de observação;

#### **B5. Risco de liquidez**

- 53. Descrição de como surge o risco de liquidez;
- 54. Os métodos usados para medir e gerir os riscos de liquidez;
- 55. Como é avaliado o desempenho na gestão de risco de liquidez;
- 56. Como é considerado o risco de liquidez na determinação do valor de mercado;

#### **B6. Riscos Diversos (operacional, jurídico, de reputação);**

- 57. Natureza de outros riscos relevantes para as actividades de negociação e com derivados e como são geridos;

### **C. CONTABILIDADE E MÉTODOS DE AVALIAÇÃO**

- 58. Discussão das políticas contabilísticas e métodos de reconhecimento de rendimentos, adoptados nos derivados de negociação e de não negociação;
- 59. Método usado para contabilizar os derivados;
- 60. Tipos de derivados contabilizados de acordo com cada método;
- 61. Os critérios a serem cumpridos - por exemplo, critérios de contabilidade de cobertura,
- 62. Tratamento contabilístico para derivados de cobertura concluídos;
- 63. Tratamento contabilístico de coberturas de transacções antecipadas;
- 64. Tratamento contabilístico se os critérios especificados não forem atingidos;
- 65. Políticas e procedimentos seguidos para a compensação de activos e passivos decorrentes de operações com derivados;
- 66. Os métodos utilizados para determinar o justo valor dos instrumentos de negociação e de não negociação;
- 67. Discussão das políticas adoptadas na determinação dos ajustamentos em derivados e considerandos de avaliação;
- 68. Método e premissas utilizadas para estimar o valor de mercado quando não existem cotações disponíveis;



- 69. Políticas de determinação e relato de contratos de derivados não eficazes;
- 70. Tratamento contabilístico de perdas de crédito com derivados;
- 71. Mudanças significativas nas políticas contabilísticas;
- 72. Mudanças previstas nas políticas contabilísticas para derivados, devido a mudanças na regulamentação sobre o relato financeiro e seu potencial impacto sobre as estratégias de gestão de risco;

## **D. DIVULGAÇÃO QUANTITATIVA**

### **D1. Geral**

- 73. Imagem clara da participação nos mercados de derivados;
- 74. A informação sumária sobre a composição das carteiras de negociação e uso de derivados em actividades de não negociação;
- 75. Valores nominais e valores de mercado;
- 76. Distinção entre activos de negociação e passivos de negociação;
- 77. Divulgações distintas para derivados OTC e derivados negociados em bolsa;
- 78. Informação sobre a actividade de mercado por categoria principal de instrumento;
- 79. Informação sobre a actividade de mercado por categoria principal de risco;
- 80. Informações por data de reapreciação (maturidade de banda);

### **D2. Risco de Mercado**

- 81. Informações quantitativas sobre a exposição ao risco de mercado e desempenho na gestão desses riscos;
- 82. Informações diárias sobre os ganhos e perdas em actividades de negociação, combinada com o VAR diário.
- 83. Resumo sobre os resultados do VAR (GAP), numa base semanal ou mensal;
- 84. Fornecimento de Alto/Baixo VAR, para os dados VAR divulgados;
- 85. Fornecimento de VAR médio, para os dados VAR divulgados;
- 86. Discussão do resultado da análise de cenários ou do impacto de choques nas taxas para as carteiras negociadas;
- 87. Discussão do número de vezes (em dias) em que a carteira actual excedeu o VAR;
- 88. Para carteiras não transaccionáveis: fornecer resumo VAR ou EAR,
- 89. Para carteiras não transaccionáveis: fornecer resumo dos resultados das análises de cenários sobre o impacto de choques nas taxas;

### **D3. Risco de Crédito**

- 90. Exposição geral de crédito actual (custo de substituição);
- 91. Potencial risco de crédito futuro;
- 92. Exposição de crédito ou o intervalo médio de exposição de crédito (por tipo de instrumento);
- 93. Exposição de crédito (custo de substituição) por banda de maturidade (vencimento);
- 94. Efeito de aumentos de crédito sobre a exposição de crédito de contraparte;
- 95. Efeito de acordos de compensação juridicamente vinculativos, sobre a exposição de risco de crédito;
- 96. Informação sobre risco de crédito líquido, tendo em conta caução e garantias;
- 97. Valor nominal e de mercado das garantias;
- 98. Informações sobre a qualidade de crédito de contraparte, por notação de crédito interna/externa para concentrações significativas;
- 99. Informações sobre as concentrações significativas (por exemplo, por contraparte, indústria, localização geográfica);
- 100. Divulgação do custo de substituição dos derivados não eficazes;
- 101. Divulgação das perdas de crédito com instrumentos derivados;
- 102. Informações sobre reservas para perdas de crédito em contratos derivados;
- 103. Se forem usados modelos internos, comparar as perdas esperadas, previstas pelo modelo, com os resultados reais;
- 104. Divulgação do valor nominal de derivados de crédito, por tipo e por protecção comprada/vendida;
- 105. Divulgação do risco de crédito de derivados, por activo de referência;

#### **D4. O risco de liquidez**

- 106. Informação sumária sobre o risco de liquidez (concentrações e financiamento), por exemplo: rácio de liquidez;
- 107. Políticas para mitigação de concentrações que podem causar riscos de liquidez no mercado;
- 108. Distribuição do número de contratos negociados em bolsa e de balcão;
- 109. Cronograma para derivados de negociação e de não negociação;

#### **D5. Outros riscos**

- 110. Risco legal;

### **E. RESULTADOS (*EARNINGS*)**

#### **E1. Derivados de negociação**

- 111. Informação sumária sobre como as actividades de negociação afectam os resultados, com base em medidas internas e sistemas de contabilidade;
- 112. Receitas provenientes de actividades de negociação;
- 113. Receitas por categoria de risco ou por produto principal;
- 114. Ganhos materiais com as estratégias gerais de negociação;
- 115. Perdas materiais com as estratégias gerais de negociação;

#### **E2. Derivados de não negociação**

- 116. Informação sumária sobre o efeito nos resultados da posição de balanço;
- 117. Perdas acumuladas diferidas com derivados contabilizados pelo custo histórico;
- 118. Eventos que irão resultar no reconhecimento desses montantes;
- 119. Momento do reconhecimento de perdas diferidas na demonstração de resultados;
- 120. Ganho/perda líquida, reconhecida em resultados, de operações de não negociação com derivados e itens de resultados afectados;
- 121. Ganho/perda líquida, por estratégia de cobertura;
- 122. Quantidade de ganho/perda diferida reconhecida devido a uma mudança nas suposições sobre se um compromisso firme ou transacção prevista irá ocorrer;
- 123. Período máximo de tempo durante o qual os ganhos / perdas são diferidos.

**Fonte:** BCBS e IOSCO, 1999 a)